المركز القومى للترجمة

كيف تفشل الأسواق

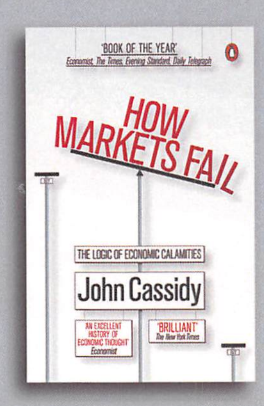
منطق المصائب الاقتصادية



تأليف: جون كاسيدى

ترجمة: سمير كريّم

2062



فى كتابه "كيف تفشل الأسواق" يصف "جون كاسيدى" النفوذ المتصاعد لما يطلق عليه الاقتصاد اليوتوبى (المثالي) Utpian economics – ظنا منه أن التَّعامى عن الكيفية التى يتعامل بها الأشخاص الحقيقيون، والتى تنكر الطرق الكثيرة للسوق الحرة غير المنظمة قد تكون نتيجتها عواقب كارثية غير مقصودة، ثم يقوم بالنظر إلى الحافة الأمامية للنظرية الاقتصادية، بما فى ذلك الاقتصاديات السلوكية، لتقديم مفهوم جديد للاقتصاد، ينحى جانباً ذلك الافتراض القديم بأن الأشخاص والمنشآت يتخذون قراراتهم بصفة خالصة على أساس مصالحهم الذاتية الرشيدة.

وفى تناوله للأزمة المالية العالمية وحالة الركود الأخيرة باعتبارها نقطة البداية له، يقوم "كاسيدى" باستكشاف عالم يتصل فيه كل شخص بالآخرين، وانتشار التواصل الاجتماعى فيه هو المعيار والنموذج، وفى مثل هذه البيئة، كما يوضح، فإن الانحرافات والتحيزات السلوكية الفردية – مثل الثقة الزائدة، وتقليد السلوكيات، وقلة التبصر – غالبا ما تؤدى إلى ظواهر مزعجة فى الاقتصاد الكلى، مثل الطفرات العالية.

كيف تفشل الأسواق

منطق المصائب الاقتصادية

المركز القومى للترجمة
تأسس فى أكتوبر ٢٠٠٦ تحت إشراف: جابر عصفور

إشراف: فيصل يونس

- العدد: 2062
- كيف تفشل الأسواق: منطق المصائب الاقتصادية
- جون كاسيدى
- سمير كريّم
- الطبعة الأولى 2013

هذه ترجمة كتاب:
HOW MARKETS FAIL: The Logic of Economic Calamities
By: John Cassidy

شارع الجبلاية بالأوبرا- الجزيرة- القاهرة. ت: ٢٧٣٥٤٥٢٤ فاكس: ٢٧٣٥٤٥٥٤
El Gabalaya St. Opera House, El Gezira, Cairo.
E-mail: egyptcouncil@yahoo.com Tel: 27354524 Fax: 27354554

كيف تفشل الأسواق

منطق المصائب الاقتصادية

تأليف: جون كاسيدى

ترجمة : سمير كريم



2013

بطاقة الفهرسة
إعداد الهيئة العامة لدار الكتب والوثائق القومية
إدارة الشئون الفنية

كاسيدى، جون

كيف تفشل الأسواق / تأليف: جون كاسيدى، ترجمة: سمير كريّم
ط ١ - القاهرة: المركز القومى للترجمة، ٢٠١٣
٥٨٤ ص، ٢٤ سم
١ - الأسواق الحرة
٢ - الائتمان - مخاطر
(أ) كريّم، سمير (ترجمة وتقديم)
(ب) العنوان ٦٥٨,٨٤

رقم الإيداع ٢٠٥٣٠ / ٢٠١١

الترقيم الدولى: I.S.B.N - 978-977- 704 - 866- 8

طبع بالهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية

المحتويات

الفصل الثالث: الأزمة الطاحنة الكبرى. 345

إلى:

لوسيندا، وبياتريس، وكورنيليا

مقدمة

"قد صُدمت، وكانت صدمتى بالغة عندما وجدت أن القمار تجرى ممارسته هنا!!"

كلود ريتز فى دور الكابتن رينو فى فيلم كازابلانكا.

كان الرجل الكهل يبدو ذابلاً ورمادى اللون. ففى خلال ما يقرب من عقدين من الزمان أمضاهما فى الإشراف على النظام المالى الأمريكى، بصفته رئيسًا لمجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى، كان أعضاء الكونجرس، والوزراء بل وحتى الرؤساء يعاملونه بإجلال واحترام يكاد أن يكون خضوعًا. ولكن فى صباح هذا اليوم – ٢٣ أكتوبر ٢٠٠٨ – كان ألان جرينسبان، الذى تقاعد من عمله فى الاحتياطى الفيدرالى فى يناير ٢٠٠٦، قد عاد إلى كابيتول هيل(*) فى ظروف مختلفة تمامًا. ولما كان سوق سندات الرهون عالية المخاطر قد انهار فى صيف عام ٢٠٠٧، تاركًا وراءه كثيرًا من المؤسسات المالية تحمل على ظهورها أعباء عشرات من مليارات الدولارات من الأصول التى لا يمكن بيعها بأى سعر، فقد قام عضو الكونجرس الديمقراطى هنرى واكسمان، رئيس لجنة الكونجرس للإشراف والإصلاح الحكومى، والتى عقدت سلسلة من اجتماعات الاستماع التليفزيونيه، تم فيها استدعاء كبار التنفيذيين فى وول ستريت أمامه، إلى جانب التنفيذيين فى صناعة الرهون، ورؤساء وكالات التصنيف الائتمانى، والمسئولين عن الرقابة والتنظيم. والآن جاء دور جرينسبان على منصة الشهود.

(*) *Capitol Hill* مقر مجلس الكونجرس ومجلس الشيوخ فى واشنطن العاصمة (المترجم).

كان واكسمان وكثيرون غيره من الأمريكيين يبحثون عن شـخص يلقـون عليه اللوم. ولأكثر من شهر فى أعقاب التفكك والانهيار المفـاجئ لبنـك ليمـان براذرز، *Lehman Brothers*، وهو أحـد بنـوك وول سـتريت للاسـتثمار ذات الحيازات الضخمة من سندات الرهون، مما أحدث ذعرًا غير مسبوق ونشر القلـق والانزعاج فى الأسواق المالية. ولدى مواجهته بقرب انهيار المجموعـة الدوليـة الأمريكية *American International Group*، أضخم شركات التـأمين بالولايـات المتحدة، قام بن برنانكى *Ben Bernanke* – ذو الطبع الهادئ وخليفة جرينسبان فى رئاسة الاحتياطى الفيدرالى - بالموافقة على تقديم قرض عاجل بمبلـغ ٨٥ مليـار دولار للشركة. وأوقفت الأجهزة التنظيمية صندوق واشنطن ميوتشوال، وهو أحـد المقرضين الرئيسيين مقابل الرهون، الذى كان يبيع معظم أصوله إلى بنـك جـى. بى. مورجان تشيز، بينما قام بنك ويلز فارجو، سادس أكبر بنك فى الـبلاد بإنقـاذ واتشوفيا وهو رابع أكبر مجموعة مالية. وكانت الإشاعات تُتَداول عن مدى سلامة مراكز مؤسسات مالية أخرى بما فى ذلك سيتى جروب، ومورجان سـتانلى بـل وأيضًا مجموعة جولدمان ساكس.

ومع ملاحظة حدوث ذلك بدأ الأمريكيون يتشبثون بحوافظ نقـودهم، وفـى نفس الوقت انهارت مبيعات السيارات والأثاث والملابس بل وحتى الكتب، مما دفع بالاقتصاد إلى الاضطراب والتشويش. وفى محاولة لإعادة الاستقرار إلـى النظـام المالى، حصل برنانكى، رئيس الاحتياطى الفيـدرالى، وهانـك بولـسون وزيـر الخزانة، على موافقة من الكونجرس تخول لهما سلطة إنفاق مبلغ يصل حتى ٧٠٠ مليار دولار من أموال دافعى الضرائب لإنقاذ البنوك. وكانت خطتهمـا المبدئيـة تتلخص فى شراء سندات الرهون المتعثرة من البنوك، ولكن مع ازدياد كثافة الذعر المالى وحدته فى منتصف أكتوبر، قاما بتغيير مسار خطتهمـا وقـررا أن يقومـا باستثمار مبلغ يصل إلى ٢٥٠ مليار دولار مباشرة فى أسهم البنوك. وقد عمل هذا

القرار على تهدئة الأسواق شيئًا ما، إلا أن سرعة تطور خطا الأحداث كانت تتسم بالهياج ومشاعر الإحباط حتى إنه لم يتوقف سوى قلة من الأفراد ليتبينوا ماذا كان يعنيه القرار: وهو أن إدارة بوش الابن بعد ثمانى سنوات من الوعظ والخطابة عن فضائل الأسواق الحرة ومزاياها، وتخفيض الضرائب، وصغر حجم الحكومة قد حولت خزانة الولايات المتحدة إلى مالك وشريك، بل وإلى ضامن فعلى لكل بنك كبير فى البلاد. وفى نضالها لاحتواء الأزمة، زلت قدمها إلى أبعد مدى كاسح لتدخل الدولة فى الاقتصاد منذ الثلاثينيات من القرن العشرين (قامت حكومات أخرى، بما فى ذلك الحكومة البريطانية والأيرلندية، والفرنسية باتخاذ نفس الإجراءات).

قال واكسمان[1] "دكتور جرينسبان، لقد كنت أطول مَنْ عمل رئيسًا لمجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى فى تاريخه، وفى خلال تلك الفترة من الزمان، ربما كنت قائدًا لأنصار تحرير أسواقنا المالية، وكنت مساندًا قويًا ومخلصًا لترك الأسواق تنظم نفسها بنفسها. وأرجو أن تسمح لى بتلاوة بعض من بياناتك السابقة". وبدأ واكسمان يقرأ من أوراقه. "ليس هناك شيء يتضمنه التنظيم الفيدرالى يجعله فى مقام أعلى من نظام السوق" "لا يبدو أن هناك حاجة إلى التنظيم الحكومى لعمليات المشتقات خارج المقصورة ***off-exchange derivative transactions***. كان جرينسبان، يرتدى حلة داكنة ورباط عنق، كما يفعل دائمًا، وينصت فى هدوء. وتظهر على وجهه خطوط عميقة، وذقنه مرتخٍ، وكانت تبدو عليه كل سنوات عمره الاثنتين والثمانين"، وعندما انتهى واكسمان من قراءة أقوال جرينسبان، التفت إليه قائلاً: "إن سؤالى لك بسيط. هل كنت مخطئًا؟".

---

(1) ***Greenspan and Waxman exchange: See transcript of remarks of "The Financial Crisis and the Role of Federal Regulations," House Committee on Oversight and Government Reform, Washington DC, October 23, 2008*** يمكن الحصول عليها من الرابط: ***http://oversight.house.gov/documents/20081024163819.pdf.***

أجاب جرينسبان: "جزئيًا" واستمر بعد ذلك قائلاً "لقد أخطأتُ عندما افترضتُ أن المصالح الذاتية للمؤسسات، وخاصة البنوك وغيرها، كانت على القدر الذى يهيئ لها أن تكون على أقصى درجة من القوة لحماية مساهميها وحقوق ملكياتهم فى المنشآت... والمشكلة هنا هى أن ما بدا بناءً شديد الصلابة والقوة، وكان فى الواقع أحد الأعمدة الرئيسية للمنافسة السوقية والأسواق الحرة، قد انهار. وأظن أن ذلك صدمنى، كما قلت قبل ذلك. وما زلت لا أفهم تمامًا سبب ما حدث، ومن الواضح أنه إلى المدى الذى يمكننى أن أرى فيه ما حدث وأسبابه، سأقوم بتغيير آرائى".

وقام واكسمان، الذى كانت نزعاته الشعبية تناقض الواقع الذى كان يمثل فيه بعض أكثر الدوائر الانتخابية ثراء فى البلاد – بيفرلى هيلز وبيل إير وماليبو – بتوجيه سؤال إلى جرينسبان عما إذا كان يشعر بأى مسئولية شخصية عما حدث. ولم يجب جرينسبان مباشرة. فعاد واكسمان إلى أوراقه وبدأ يقرأ مرة أخرى. "إن لدىّ أيديولوجية. وتقديرى هو أن الأسواق التنافسية الحرة هى الوسيلة التى لا يمكن أن تباريها وسيلة أخرى لتنظيم الاقتصادات. لقد حاولنا تجربة القواعد التنظيمية، ولم تفلح أى منها بشكل ذى مغزى". ونظر واكسمان إلى جرينسبان قائلاً "هذا هو كلامك، وقد كانت لديك السلطة لتمنع الممارسات غير المسئولة التى أدت إلى كارثة سندات الرهون عالية المخاطر. ولقد نصحك كثيرون أن تفعل ذلك. والآن يدفع الثمن اقتصادنا بأكمله. هل تشعر بأن أيديولوجيتك قد دفعتك إلى اتخاذ قرارات كنت تود لو لم تتخذها؟".

حَدق جرينسبان طويلاً من خلال نظارته الكثيفة. وخلف نظرتـــه المتمعّنــة كانت تتسلل شخصية هذا العصامى الآتى من نيويورك والذى صنع ذاته بنفسه. فقد نشأ وترعرع فى أيام الكساد العظيم فى حى واشنطن هايتس، وهو من أحياء الطبقة العاملة فى منطقة مانهاتن العليا. وبعد إتمامه الدراسة الثانوية كان يعزف الموسيقى على آلة الساكسفون مع فرقة متجولة فى تايمز سكوير، ثم تحــول إلـــى دراســة الاقتصاد، الذى كانت قد بدأت تسيطر عليه أفكار جون مايناراد كينز، وبعد أن كان يناصر وجهة نظر كينز بأن الحكومة ينبغى أن تعمل بنشاط فى إدارة الاقتــصاد، تحول جرينسبان بشدة إلى ضد هذا الرأى. وفى سنوات الخمسينيات مـــن القـــرن العشرين أصبح صديقًا وتابعًا لآين راند الفيلسوفة والروائية الليبرالية التـــى كانـــت تشير إلى جرينسبان باسم "الحانوتى" (نظرًا لأنه فى شبابه أيضًا، كان شديد الـــتجهم والكآبة). وقد أصبح استشاريًا اقتصاديًا ناجحًا، يقدم المـــشورة إلـــى كثيـــر مـــن الشركات الكبرى، بما فى ذلك شركة ألكوا وجى. بى. مورجان وشركة الـــصلب للولايات المتحدة. وفى عام ١٩٦٨ قدم مشورته إلى ريتشارد نيكسون فى حملتـــه الناجحة للرئاسة، كما عمل تحت رئاسة الـــرئيس جيرالـــدفورد رئيـــسًا لمجلـــس المستشارين الاقتصاديين للبيت الأبيض. وعاد فى عام ١٩٨٧ إلى واشنطن، وكان ذلك بصفة دائمة، فى هذه المرة، ليرأس مجلس إدارة الاحتياطى الفيـــدرالى، إلـــى جانب تشخيص انتصار اقتصاد السوق الحرة.

وهكذا أصبح جرينسبان فى موقف دفاعى. إن الأيديولوجية ليـــست ســـوى مجرد إطار فكرى للتعامل مع الحقيقة، كما قال له واكسمان. إنـــك تحتـــاج إلـــى أيديولوجية للوجود، والمسألة هى مدى صحتها أم عدم صحتها. وما أقوله لك هـــو، نعم، لقد وجدت بها عيبًا. ولا أدرى مدى أهميته أو دوامه، ولكننى شعرت بالحزن الشديد لهذه الحقيقة. وهنا قاطعة واكسمان قائلاً "هل وجدت عيبًا؟" طالبًا ذلك مـــن

جرينسبان الذى أومأ برأسه موافقًا. وقال "لقد وجدت عيبًا فى النموذج الذى كنتُ أتوقع أنه هيكل أساسى عامل يحدد كيفية عمل العالم، أو هكذا ظننت".

وبهذا كان واكسمان قد أثار ما يكفى لتوفير العناوين الرئيسية لصحف اليوم التالى. فقالت الفاينانشيال تايمز "جرينسبان يعترف: لقد أخطأت" ولكنه لم يكن قد أكمل كلامه "وبعبارة أخرى، فإنك قد وجدت أن رأيك عن العالم، وأيديولوجيتك، لم يكونا صحيحين" هكذا قال "أى أنهما لم يقوما بعملهما؟".

أجاب جرينسبان "تمامًا". وهذا بالتحديد هو سبب صدمتى. وذلك لأننى فى خلال فترة أربعين عامًا، أو أكثر، وبأدلة كثيرة كافية كان لدىّ ما يثبت أنها كانت تعمل بشكل جيد واستثنائى.

إن هذا الكتاب يتتبع صعود وسقوط أيديولوجية السوق الحرة، التى قال عنها جرينسبان، إنها أكثر من مجرد مجموعة من الآراء؛ إنها طريقة متقدمة وجيدة التماسك وشاملة للتفكير فى أمور العالم. ولقد حاولت أن أضم إليها تاريخًا من الأفكار، وسردًا للأزمة المالية، ودعوة لحمل السلاح. وكانت قناعتى هى أنك لا يمكن أن تفهم الأحداث الأخيرة دون أن تأخذ فى الحسبان الإطار الثقافى والتاريخى التى ظهرت فيه للعيان. ولأولئك الذين يريدون دليلاً، فإن الفصل الأول والثالث الأخير من الكتاب يضمان قصة كاملة وشاملة عن الأزمة الائتمانية الطاحنة للفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩. ولكن على نقيض كتب أخرى عن الموضوع، فإن هذا الكتاب لا يركز على المنشآت والشخصيات التى تتضمنها الأحداث: إذ إن هدفى هو استكشاف الأسس الاقتصادية للأزمة، وتفسير كيف أن السعى الرشيد لتحقيق المصلحة الذاتية، والتى هى أساس اقتصاد السوق الحر، كان السبب فى خلق الأزمة وإطالتها .

إن جرينسبان لم يكن الشخص الوحيد الذى كان انهيار سوق سندات الرهون عالية المخاطر، وبداية الانهيار العالمى، يمثل صدمة قاسية له. ففى صيف عام ٢٠٠٧، كانت الغالبية العظمى من المحللين، بمن فيهم مستر برنانكى، رئيس مجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى، تظن أن القلق والاضطراب بشأن إمكان حدوث الكساد والركود أمر يتسم بالمبالغة الشديدة. وفى كثير من أنحاء البلاد، بدأت أسعار المنازل تتهاوى، كما ارتفعت بشكل حاد، أعداد العائلات المتعثرة فى سداد التزاماتها عن منازلها المرهونة. ولكن فيما بين الاقتصاديين كان لا يزال يوجد إيمان عميق وواسع الانتشار بحيوية الرأسمالية الأمريكية، والمثاليات التى ترمز إليها.

لقد مضت عدة عقود حتى الآن، والاقتصاديون يصرّون على أن أفضل الطرق لضمان الرخاء والازدهار، هى تحجيم وتقليل تدخل الحكومة فى الاقتصاد، وترك القطاع الخاص يتولى شئونه. وفى أواخر السبعينيات من القرن العشرين، عندما أطلقت مارجريت تاتشر، ورونالد ريجان الثورة المضادة المحافظة، كان ينظر إلى المثقفين الذين دفعوا بهذا الخط من المبررات – مثل فريدريش هايك، وميلتون فريدمان، وآرثر لافر، وسير كيث جوزيف – على أنهم أذرع جناح اليمين. وبحلول التسعينيات، كان بيل كلينتون، وتونى بلير وكثير من السياسيين التقدميين قد اتبعوا لغة جناح اليمين. فلم تكن أمامهم فرصة كبيرة للاختيار. ومع انهيار الشيوعية وصعود الأحزاب المحافظة على كلا جانبى المحيط الأطلنطى، أصبح الوضع الإيجابى تجاه الأسواق علامة للاحترام السياسى. وقامت الحكومات فى أنحاء العالم بتفكيك برامج الرّفاهة، وخصخصة المنشآت الخاضعة لإدارة الدولة، وتحرير الصناعات التى كانت خاضعة قبل ذلك للإشراف الحكومى.

وفى الولايات المتحدة، بدأت عمليات التحرر من التنظيمات بشكل متواضع، مع قيام إدارة كارتر بإلغاء القيود المفروضة على طرق الطيران. ثم اتسعت دائرة

السياسة لتشمل كثيرًا من النواحى الأخرى فى الاقتصاد، بما فى ذلك المواصلات السلكية واللاسلكية، والأعلام، والخدمات المالية. وفى عام ١٩٩٩، وقع الرئيس كلينتون على قانون جرام – ليتش – بلايلى الذى سمح للبنوك التجارية وبنوك الاستثمار أن تتحد معًا وتكون أسواقًا مالية فائقة. وقد ساعد لورانس سَمرز، أحد الاقتصاديين البارزين من هارفارد والذى كان يعمل وزيرًا للمالية حينئذ، فى رعاية مشروع القانون فى أثناء عرضه على الكونجرس. (وقد أصبح سمرز الآن كبير المستشارين الاقتصاديين للرئيس أوباما).

وكان بعض المناصرين للتحرير المالى – مثل الأشخاص المنتمين لجماعات الضغط، والمحللين فى معاهد البحوث بواشنطن التى تمولها الشركات، ورجال الكونجرس الذين يمثلون مقاطعات مالية – يقومون ببساطة بعرض رغبات من يموّلونهم. بينما كان آخرون، مثل جرينسبان وسمرز، مخلصين فى اعتقادهم، بأن وول ستريت، يمكن إلى حد كبير، تنظيم نفسه بنفسه. إن الأسواق المالية، رغم كل شيء، مليئة بأشخاص يحصلون على مرتبات عالية، إلى جانب تعليمهم العالى ويتنافسون مع بعضهم بعضًا لتحقيق الأرباح. وعلى النقيض مما يحدث فى أجزاء أخرى من الاقتصاد، لا توجد منشأة منفردة يمكنها أن تحتكر السوق أو أن تقرر سعر السوق. وفى مثل هذه الظروف، وطبقًا للأعراف الاقتصادية، تقوم اليد الخفية للسوق بتحويل الإجراءات الفردية للأنانية إلى نتائج جماعية مرغوبة اجتماعيًا.

وإذا كانت هذه الحجة لا تتضمن أحد العناصر الهامة من الحقيقة، فإن الحركة المحافظة لم تكن ستتمتع بالنجاح الذى حصلت عليه. إن الأسواق التى تعمل بطريقة سليمة تكافئ العمل الشاق، والابتكار، وتوريد السلع جيدة الصنع ذات الأسعار التى يمكن تحملها، وتعاقب المنشآت والعمال الذين يقومون بتوريد السلع المغالى فى أثمانها، أو السلع الرديئة والمزيفة. وتضمن آليات العصا والجزرة هذه،

أن يتم تخصيص الموارد للاستخدامات المنتجة، مما يجعل اقتصادات السوق أكثر كفاءة وديناميكية عن الأنظمة الأخرى، مثل الشيوعية، والإقطاع، اللذين يفتقران إلى هيكل حوافز فعال. وليس هناك شيء فى هذا الكتاب ينبغى أن يؤخذ كحجة للعودة إلى الأرض أو إعادة وضع الخطط السوفييتية. ولكن الادعاء بأن الأسواق الحرة دائمًا ما تولد نتائج جيدة، هو بمثابة السقوط ضحية لواحد من ثلاثة أوهام أحددها بأنها: وهم التناغم.

فى الجزء الأول، أتتبع قصة ما أطلق عليه الاقتصاد المثالى (اليوتوبى) ابتداءً من آدم سميث إلى جرينسبان. وبدلاً من أحصر نفسى فى شرح وتفسير حجج فريدريش هايك وميلتون فريدمان وزملائهما من أعضاء "مدرسة شيكاغو"، قمت أيضًا بضم قصة عن النظرية الرسمية للسوق الحرة، والتى يشير إليها الاقتصاديون باسم نظرية التوازن العام. إن نوع الاقتصاد الفاضل لفريدمان معروف بدرجة أكبر، ولكن العرض الرياضى المصحوب بأسماء مثل ليون فالراس وفيلفريدو بارتيو وكينيث أرو هو الذى يفسر الاحترام، وليس الفزع الذى يرى كثير من الاقتصاديين المحترفين من خلاله السوق الحرة. بل وحتى اليوم يوجد كثير من الكتب التى تعطى انطباعًا بأن نظرية التوازن العام تقدم دعمًا "علميًا" لفكرة أن الاقتصاد آلية ثابتة وذاتية التصحيح. وفى الواقع فإن النظرية لا تقدم شيئًا من هذا النوع. كما أشير إلى الفكرة التى تقول بأن اقتصاد السوق الحرة، قوى ومتين وثابت الجذور تمامًا مثل وهم الاستقرار.

لقد تصاعدت سيطرة المحافظين فى أثناء فترة وجود فقاعة جرينسبان التى استمرت تقريبًا من ١٩٩٧ حتى ٢٠٠٧. وفى خلال هذا العقد، كانت هناك ثلاث فقاعات مضاربة منفصلة عن بعضها بعضًا – فى أسهم التكنولوجيا، والعقارات، والسلع الطبيعية مثل النفط. وفى كل حالة كان المستثمرون يندفعون لتحقيق أرباح

سريعة، وارتفعت الأسعار حلزونيًا إلى أعلى قبل انهيارها. وقبل عقد من الـــزمن، كانت الفقاعات تعتبر، على نطاق واسع، حالات شاذة. وقد عبر بعض اقتــصاديى الأسواق الحرة عن شكوكهم تجاه مجرد احتمال حدوثها. أما اليوم، فإنه نادرًا مـــا يسمع مثل هذا الجدل، بل أنه حتى جرينسبان، بعد كثير من المراوغات، قـــد قبـــل وجود فقاعة المنازل والإسكان.

وبمجرد أن تبدأ الفقاعة، فإن الأسواق الحـــرة لا يمكـــن الاعتمـــاد عليهـــا لتخصيص الموارد بطريقة معقولة أو ذات كفاءة. ومع إظهار توقعـــات الأربـــاح السريعة التى لا تتطلب جهدًا، يؤدى ذلك إلى تقديم الحوافز للأفراد والمنشآت كـــى تعمل بطرق رشيدة فرديًا ولكنها شديدة الضرر والدمار – لأنفـــسهم وللآخـــرين. وربما كانت مشكلة تشوه الحوافز، أكثر حدة فى الأسواق المالية، ولكنها تبرز فجأة فى كافة نواحى الاقتصاد. والأسواق تشجع شركات الطاقـــة علـــى إفـــساد البيئـــة وإحداث الاحترار العالمى؛ وتشجع القائمين على التأمين الـــصحى علـــى اســـتبعاد الأشخاص المرضى من التغطية، وكذلك القائمين على صناعة الكمبيوتر ليجبـــروا عملاءهم على شراء برامج لا يحتاجون إليها، وتشجيع كبار التنفيذيين على مـــلء جيوبهم على حساب مساهمى شركاتهم. وكل هذه أمثلة "لفشل السوق"، وهى الفكرة التى تتكرر فى صفحات الكتاب. بل وتعطيه عنوانه. إن فشل السوق ليس مجـــرد حب استطلاع أو فضول ثقافى. ولكنه وباء فى كثير من النواحى الاقتصادية مثـــل الرعاية الصحية، والتكنولوجيا العالية، والتمويل.

إن الجملة السابقة قد تأتى كأخبار للكتاب والمحـــررين فـــى صـــحيفة وول ستريت جورنال، ولكنها لا تقول شيئًا محل جدل أو مناقشة. ففى السنوات الثلاثـــين أو الأربعين الماضية، كان كثير من ألمع العقول فى الاقتـــصاد مـــشغولاً بفحـــص الكيفية التى تعمل بها الأسواق عندما لا تنطبق الافتراضات غير الواقعية لنمـــوذج

السوق الحرة. ولسبب أو لآخر، لم تحظ اقتصاديات فشل الأسواق سوى بقدر يقــل كثيرًا جدًا عن اقتصاديات نجاح الأسواق. وربما كانت كلمة "الفــشل" تحمــل فــى طياتها معانى أو مضامين سلبية تسىء إلى الروح الأمريكية. ومهما كانت الأسباب فإن اقتصاديات فشل الأسواق لم تنهض أبدًا كجملة لافتة. وبعض الكتب الدراســية تشير إلى "اقتصاديات المعلومات" أو "اقتصاد الأسواق غيــر الكاملــة". وأخيــرًا، أصبح تعبير "اقتصاديات السلوك" رائجًا. أما بالنسبة إلــىَّ، فــإننى أفــضل جملــة "الاقتصاد القائم على أساس الواقع"، الذى هو عنوان الجزء الثانى من هذا الكتاب.

إن الاقتصاد القائم على أساس الواقع، أقل تماسكًا من الاقتصاد المثالى: لأن الاقتصاد الحديث عبارة عن متاهة وشديد التعقيد، فهو يشمل كثيرًا من النظريــات المختلفة، التى ينطبق كل منها على فشل سوق معــين. وهــذه النظريــات ليــست نظريات عامة مثل اليد الخفية، ولكنها أكثر فائدة. وبمجرد أن تبدأ التفكير فى العالم من ناحية بعض الأفكار التى أحددها، مثل مسابقات الجمال، وقلة التبصر بالأخطار والدمار، وسوق السلع المستعملة، فإنك ستتعجب كيف كنت ستفعل بدونها؟!.

إن بزوغ الاقتصاد القائم على أساس الواقع يمكن أن ترجــع أصــوله إلــى مصدرين. ففى نطاق الاقتصاد التقليدى المحافظ، الذى بدأ فى أواخر الستينيات من القرن العشرين، بدأ جيل جديد من الباحثين فى العمل على عدد من الموضــوعات التى لا تتلاءم بسهولة مع نموذج السوق الحرة، مثل مــشاكل المعلومــات، وقــوة الاحتكار، وسلوك القطيع. وفى نفس الوقت تقريبًا، كان اثنان من العلماء فى علــم النفس التجريبى هما آموس تفيرسكى ودانيل كاهنمان يحاولان إخــضاع الإنــسان الاقتصادى الرشيد – لبحث انتقادى مذهل، وكما أن الاقتصادى فقــط هــو الــذى سيندهش عندما يكتشف أن البشر ليسوا مجرد حاسبات فائقة: فإننا سنواجه مــشكلة الجمع والتلخيص. ذلك إذا غضضنا الطرف عن حل المشاكل الرياضــية لزيــادة

الفعالية الكامنة فى قلب كثير من النظريات الاقتصادية. وعندما نواجه الاختيارات المعقدة، فإننا غالبًا ما نعتمد على قواعد التجربة أو الفطرة. كما أننا نتأثر كثيرًا بأفعال الآخرين. وعندما تسربت النتائج التى توصل إليها تفيرسكى وكاهنمان وغيرهما من علماء النفس إلى الاقتصاد، وانضم الاتجاهان الفكريان تحت عنوان "اقتصاد السلوك" الذى يسعى إلى الجمع بين صرامة الاقتصاد وواقعية علم النفس.

فى الجزء الثانى من الكتاب، خصصت فصلاً لكاهنمان وتفيرسكى، إلا أنه ينبغى عدم ارتكاب الخطأ باعتبار أن موضوع هذا الكتاب هو اقتصاد السلوك. إن الاقتصاد القائم على أساس الواقع ميدان أكبر اتساعًا، بل أن جزءًا جيدًا منه لا يزال يعتمد على بديهيات الرشد، وهو أيضًا أقدم كثيرًا. وأنا أعزو تطوره إلى آرثر بيجو، وهو زميل إنجليزى ومعارض لجون ماينارد كينز الذى كان يقول بأن كثيرًا من الظواهر الاقتصادية تتضمن الاعتماد المتبادل على بعضها بعضًا – أى أن ما تفعله سيؤثر على رفاهتى، وما أفعله يؤثر على رفاهتك – وهى حقيقة غالبًا ما فشل السوق فى أخذها فى الحسبان. وبعد استخدام الاحترار العالمى لتصوير كيفية نشأة "عمليات الطفح" أو الكميات الزائدة، فإننى سأتحرك إلى أنواع أخرى واسعة الانتشار من فشل الأسواق، تتضمن قوة الاحتكار، والتفاعلات الإستراتيجية (نظرية اللعب *Game Theory*)(*)، والمعلومات المستترة، وعدم اليقين وفقاعات المضاربة.

وأحد الموضوعات الشائعة فى هذا القسم هى أن السوق، من خلال نظام الأسعار، غالبًا ما يرسل الإشارات الخاطئة إلى الناس. ولا يعنى هذا أن الناس لا يتمتعون بالرشد، فى نطاق قدراتهم العقلية، وفى نطاق الحدود التى تفرضها عليهم بيئاتهم، وهم يتبعون أفضل السبل التى تمكنهم من تحقيق مصالحهم. وفى الجزء الثالث، الأزمة الطاحنة الكبرى، أتابع هذه الحجة بشكل أكبر وأقوم بتطبيقها

(*) *Game Theory* = تحليل رياضى يقرر أصلح السياسات، وتستخدم فى السياسة والاقتصاد والتخطيط الحربى (المترجم).

على الأزمة المالية، باستخدام بعض الأدوات الفكرية الموجودة فى الجـزأين الأول والثانى. إن سماسرة الرهون الذين قاموا بتوجيه عائلات الطبقة العاملة الفقيرة إلى الرهون عالية المخاطرة إنما كانوا يفعلون ذلك كرد فعل للحوافز النقدية. وكان هذا ذاته هو الدافع لموظفى الإقراض الذين وافقوا على هذه القروض، والمسئولين فـى بنوك الاستثمار الذين قاموا بتجميع كل هذه القروض معًا فى شكل سندات لـضمان الرهون، ومحللى وكالات التصنيف الائتمانى الذين اعتمدوا بأختامهم هذه الـسندات باعتبارها استثمارات آمنة، ومديرى صناديق الائتمان الذين قاموا بشرائها.

لقد مثل ازدهار السندات عالية المخاطر فشلاً ذريعًا للرأسمالية فـى وجـود معرفة مقيَّدة، وعدم يقين، ومعلومات مستترة، واتباع الاتجاهات الـسائدة، ووفـرة الائتمان. ولما كانت كل هذه الأشياء سائدة فى الاقتصاد الحديث، فقد كان هذا فشلاً للأعمال كالمعتاد. وفى السعى إلى إنكار هذا، حاول بعض المحافظين إلقاء اللـوم بأكمله على الاحتياطى الفيدرالى، ووزارة الخزانة، أو على شـركة فـانى مـاى ***Fannie Mae*** وشركة فريدى ماك ***Freddie Mac*** وهما شركتان عملاقتـان كانتـا فعلاً منظمات شبه حكومية. (كانت خزانة الولايات المتحدة تضمن ديونهما بـشكل غير مباشر). ولكن كان هناك على الأقل أحد المحافظين البارزين هـو ريتـشارد بوزنر، وهو أيضًا أحد مؤسسى مدرسة 'القـانون والاقتـصاد"، الـذى اعتـرف بالحقيقة. "إن الأزمة أساسًا، وربما ليست كلّيًا، هى نتيجة لقرارات اتخذتها منـشآت خاصة فى بيئة ليس بها سوى أقل قدر من التنظيم"، وقد قال ذلك فى إحدى خطبـه عام ٢٠٠٨"(١). ولقد رأينا قطاعًا ماليًا غير منظم إلى حد كبير يتهاوى ويبدو أنـه كان يحمل جانبا كبيرًا من الاقتصاد معه".

---

(١) محاضـرة *Richard Posner, "Financial Crisis: A Business Failure to a Government Failure?" lecture before the Columbia University chapter of the Federalist Society, New York, November 24, 2008*

كيف يمكن أن يحدث مثل هذا الشيء؟. لقد لعبت القرارات الاقتصادية السيئة دورًا هامًا فى هذا. وقد أدى الإبقاء على الانخفاض الكبير فى أسعار الفائدة زمنًا طويلاً، وهو ما فعله جرينسبان وبرنانكى، إلى تشويه الإشارات السعرية التى يرسلها السوق مما خلق ظروفًا لفقاعة غير مسبوقة فى مجال الإقراض الإسكانى. وكان الطمع والشره من العوامل التى كثيرًا ما جرى ذكرها، وكان الغباء عاملاً ثالثًا. (كيف كان من الممكن ألا تدرك تلك الرءوس الكثيرة الموجودة فى وول ستريت أن إقراض الأموال لجماهير من الناس، دون دخل، ودون وظائف، ودون أصول – قروض رهون نينجا سيئة السمعة –كانت فكرة سيئة؟) وفى بداية ظهور الحقائق عن برانى مادوف مليارات الدولارات التى كانت نتيجة استخدامه خطة بونزى(*)، وهذه الجريمة ما زالت شيئًا آخر تحت الاعتبار.

ومع المخاطرة بإغضاب بعض القراء، سأقوم بالتقليل من أهمية الموضوعات المتعلقة بالشخصيات. إلا أن الطمع والشره موجود دائمًا: وهو ما يسميه الاقتصاديون "الأمر الفطرى" للنموذج الرأسمالى، والغباء موجود بنفس القدر، ولكننى لا أظن أنه قد لعب دورًا كبيرًا هنا، كما لم تحدث سرقات أيضًا، فيما عدا بعض الاستثناءات الواضحة. وربما كان اقتراحى القابل للجدل هو أن تشاك برنس، وستان أونيل وجون ثين وبقية التنفيذيين فى وول ستريت الذين ظهرت فضائحهم المالية ومرتباتهم التى بلغت عدة ملايين من الدولارات على الصفحات الأولى فى أثناء السنتين الماضيتين لم يكونوا من الاجتماعيين المتحمسين، أو الحمقى أو ذوى السوابق الجنائية. بل كان أغلبهم أذكياء، جادين فى أعمالهم، وإن لم يكونوا من الأمريكيين أصحاب الخيال الذين اعتمدوا على أنفسهم فى صعود سلم الرقى، وعملوا على صقل وتدريب وتهذيب الأشخاص المناسبين، وقاموا بأداء أعمالهم بشكل أفضل من زملائهم، ووجدوا أنفسهم يحتلون مكتبًا فى

(*) خطة بونزى *Ponzi Scheme*.

الزاوية فى أثناء إحدى موجات الازدهار الكبرى فى التاريخ، وبعض هؤلاء الرجال، وربما كثير منهم ثارت فى نفسهم الشكوك بشأن ما كان يحدث، إلا أن البيئة التنافسية التى كانوا يعملون فيها لم تزوّدهم بأى حافز للانسحاب - بل على العكس، عملت على حثهم للاستمرار. وفيما بين عام ٢٠٠٤ وعام ٢٠٠٧، فى قمة الازدهار، كانت البنوك وغيرها من الشركات المالية تحصد أرباحًا قياسية، وكانت أسعار أسهمها قد بلغت آفاقًا جديدة شديدة الارتفاع، وأصبح قادتها يحظون بالتمجيد فى أجهزة الإعلام.

ولكن ما الذى كان سيحدث، لو أن برنس، الذى كان يعمل تنفيذيًا رئيسيًا فى مجموعة سيتى جروب فيما بين عامى ٢٠٠٣ و ٢٠٠٧، قد أعلن فى عام ٢٠٠٥ مثلاً، أن مجموعة سيتى ستنسحب من سوق السندات عالية المخاطر لأنها شديدة الخطورة. ما الذى تتوقع أن يكون عليه رد الفعل لدى منافسى برنس؟ هل كانوا سيدركون الحكمة الكامنة وراء حركته ويقومون بتقليدها؟ لم يكن هذا محتملاً، بل، كانوا سيصدرون أوامرهم إلى اتباعهم للاندفاع والسيطرة على هذا الجانب من الأعمال الذى كانت المجموعة فى سبيلها للتخلى عنه. وربما كانت أرباح المجموعة قد عانت فى الأجل القصير مقارنة بأرباح نظيراتها، وربما كانت أسعار أسهمها قد وقعت تحت ضغوط، وكان برنس الذى أصبح يواجه الانتقاد فعلاً بسبب مشاكل فى نواحٍ أخرى من أعمال المجموعة، قد يفلس باعتباره متمسكًا بعادات قديمة عفا عليها الزمن. وفى إحدى مقابلاته مع جريدة فينانشيال تايمز فى شهر يولية ٢٠٠٧، اعترف بالقيود التى كان يعمل فى ظلها. وقال برنس "عندما تتوقف الموسيقى، فإن عليك أن تنهض وترقص، ونحن ما نزال نرقص"(١). وبعد أربعة شهور كشفت المجموعة عن أن خسائرها بلغت عدة مليارات من الدولارات فى

---

(1) Michiyo Nakamoto and David Wighton, "Citigroup Chief Stays Bullish on Buy-outs," Financial Times, July 9, 2007

شكل ديون معدومة على الشركات ورهون المساكن المتعثرة. واستقال برنس، وسمعته مهلهلة.

وفى نظرية اللعب *Game Theory* كانت المشكلة التى واجهها برنس هى مما يطلق عليه "معضلة السجين" "*Prisoner's dilemma*" وهى تصور كيف أن السلوك الرشيد تمامًا من جانب الأفراد المنافسين يمكن أن تنشأ عنه نتائج جماعية. وعندما تعتمد نتائج أعمالنا على سلوك الآخرين، فإن نظرية اليد الخفية لا تقدم كثيرًا من الإرشاد عن النتيجة المحتملة. وحتى وقت تكوين نظرية اللعب *Game Theory* فى الأربعينيات والخمسينيات من القرن العشرين، لم تكن هناك لدى الاقتصاديين أى من الأدوات التى يحتاج الأمر إليها لتحديد ما يحدث فى تلك الحالات. ولكننا الآن أصبحنا نعرف قدرًا أكبر عن مدى إمكان تطور واستمرار السلوك المغرض والضار لذاته، أو ما أشير إليه باسم اللامنطقية الرشيدة *Rational irrationality*.

وفى الجزء الثالث، الذى يتناول الأزمة الطاحنة الكبرى، بينت كيف أن اللامنطقية الرشيدة كانت أمرًا رئيسيًا فى فقاعة قروض المساكن، ونمو سوق سندات الرهون عالية المخاطر، وما تلى ذلك من انحلال النظام المالى. وبقدر ما كنا نحب أن نتخيل أن بضع السنوات الأخيرة كانت انحرافًا وابتعادًا عن الأوضاع الطبيعية، فإنها لم تكن كذلك. لقد انتشرت دورات الازدهار والانخفاض التى يسببها الائتمان فى الاقتصادات الرأسمالية لعدة قرون. وفى أثناء السنوات الأربعين الماضية كانت هناك ١٢٤ أزمة مصرفية خاصة بالنظام حول العالم[١]. وفى خلال الثمانينيات من القرن العشرين عانت كثير من دول أمريكا اللاتينية من واحدة على الأقل من تلك الأزمات. وفى أواخر سنوات الثمانينيات والتسعينيات،

---

(١) ورقة بحثية *Luc Laeven and Fabian Valencia, "Systemic Banking Crisis: A New Database," International Monetary Fund Working Paper, November 2008* يمكن الحصول عليها من خلال الرابط *www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08224.pdf*

حل الدور على عدد من الدول المتقدمة بما فيهــا اليابــان، والنــرويج والــسويد، والولايات المتحدة. وأدى انهيار صناعة بنــوك الادخــار والتــسليف إلــى قيــام الكونجرس بإنشاء شركة ***Resolution Trust Corporation***، التى تولــت مــسئولية مئات من المنشآت المنهارة. وبعد ذلك، وفى أثناء التسعينيات عانى كثير من الدول الآسيوية سريعة النمو من ضربات مالية خطيرة، بما فى ذلك تايلاند، وإندونيــسيا وكوريا الجنوبية. وفى عامى ٢٠٠٧ – ٢٠٠٨، جاء دورنا مرةً أخرى وفى هــذه المرة شملت الأزمة عددًا من البنوك الكبرى الموجودة فى قلب النظام المالى.

ولعدة سنوات، كان جرينسبان وغيره من الاقتصاديين يجادلون بأن إنــشاء منتجات مالية معقدة لا تحظى بالفهم الجيد، مثل السندات المدعومة برهون (ليــست من الدرجة الأولى، ضامنة لالتزامات الدين، ومبادلات التعثر الائتمانى، قد جعــل النظام أكثر أمنًا وأكثر كفاءة. كانت الفكرة الأساسية هى أنه بوضع ســعر ســوقى للمخاطر وتوزيعها على المستثمرين الراغبين والقادرين على تحملهــا، أدت هــذه السندات المعقدة إلى تخفيض كبير فى فرص حدوث أزمــة نظــام. إلا أن توزيــع المخاطر ثبت أنه أمر وهمى، كما أن الأسعار التى تم تداول هذه المنتجــات علــى أساسها تبين أنها موضوعة على اعتبار أن التحركات فى الأسواق الماليــة تتبــع أنماطًا منتظمة، وأن توزيعها الكلى – ما لم تكن دوراتها اليومية يمكن التنبؤ بها – أكذوبة أسميها وهم القابلية للتنبؤ، وهو الوهم الثالث فى قلب الاقتصاد الفاضــل. إذ أنه عندما بدأت الأزمة، اتخذت ردود فعل الأسواق طرقًا لم يكن من الممكن عمليًا لأى من المشاركين فى الأسواق توقعها.

ومع روايتى لهذه القصة، وإعادتها إلى صيف عام ٢٠٠٩، حاولت أن أقــيم صلة بين الأحداث الأخيرة والمناقشات الثقافية القائمة منذ وقت طويــل بــشأن أداء نظم الأسواق. ويمكن النظر إلى السنوات العشر الأخيرة كتجربة طبيعيــة فريــدة

مخصصة للإجابة على الأسئلة التالية: ما الذى سيحدث للقرن الحادى والعشرين، والاقتصاد الذى يدفعه التمويل عندما تحرره وتقوم بإمداده بمبالغ مالية ضخمة رخيصة التكلفة؟ هل ستضمن اليد الخفية أن كل شيء يعمل من أجل تحقيق الأفضل؟ إن هذا ليس كتاب اقتصاد مدرسى، ولكنه يدعو القارئ للتحرك متجاوزًا العناوين الرئيسية اليومية وأن يفكر بعمق شديد بشأن الطريقة التى تعمل بها الرأسمالية الحديثة، وبشأن النظريات التى وضعت على أساسها السياسات الاقتصادية. ونحن نتجه إلى التفكير فى سياسة مثلما نفكر فى كل ما يتعلق بالشئون السياسية والمصالح الخاصة، التى من المؤكد أنها تلعب دورًا، ولكن خلف المناقشات فى الكونجرس، والتليفزيون، وعلى صفحات الآراء الشخصية هناك أيضًا بعض الأفكار المجردة والمعقدة والتى نادرًا ما يجرى الاعتراف بها. وكان جون ماينارد كينز قد أبدى ملاحظة شهيرة فى نهاية كتابه عن "النظرية العامة للعمالة، والفائدة والنقود" كما يلى "إن الرجال العمليين، الذين يعتقدون أنهم معفون من أى تأثيرات ثقافية، عادة ما يكونون عبيدًا لاقتصادى منقرض مغمور، أما الرجال المجانين الذين يتولون السلطة، والذين يستمعون إلى أصوات سابحة فى الهواء، فإنهم يقومون بتنقية هوسهم وجنونهم من كلام وكتابات بعض الأشخاص الأكاديميين الذين يكتبون أشياء تعود إلى بضع سنوات مضت"(١).

إن كينز لديه بعض الضعف أمام الإيماءات البلاغية، ولكن الأفكار الاقتصادية لها تبعات عملية هامة: وهذا ما يجعلها جديرة بالدراسة. وإذا كان ما يلى فى هذا الكتاب سيساعد بعض القراء على إدراك بعض الأشياء التى كانت

---

(1) John Maynard Keynes, The General Theory of Employment, Interest, and Money (New York Harvest/BJ, 1964), 383

تبدو غريبة قبل ذلك، فإن الجهد الذى وضعته فيه يكون قد لقى المكافأة التى يستحقها. وإذا ما تمكن أيضا من المساعدة فى توصيل الاقتصاد المثالى إلى صفحات كتب التاريخ، فإن هذا سيكون فضلاً كبيرًا.

الجزء الأول

الاقتصاد المثالى (اليوتوبى)

الفصل الأول

تجاهل التحذيرات والحكمة التقليدية

عادة ما يكون رد الفعل تجاه الأحداث المتطرفة هو القول بأنه لم يكن من الممكن التنبؤ بها. ففى حالة الهجوم الجوى اليابانى على بيرل هاربور، وضربات الإرهابيين فى نيويورك وواشنطن فى ١١ سبتمبر ٢٠٠١، وهبوب إعصار كاترينا المدمر على نيو أوليانز - كانت السلطات تزعم فى كل حالة منها بأنه لم يكن لديها مجرد تلميح أو إشارة عن حدوثها. وفى الواقع لابد أن يكون هذا صحيحا، فلو أن الأشخاص المسئولين كانت لديهم معلومات أكثر، لكانوا قد قاموا باتخاذ الإجراءات الوقائية اللازمة. وفى عام ١٩٤١، كان عديد من الخبراء الأمريكيين بشئون الإمبراطورية اليابانية يعتبرون أن هجوم اليابان على أسطول الولايات المتحدة فى المحيط الهادى يعتبر أحد التهديدات القوية، وقبل ١١ سبتمبر، لم تكن القاعدة تخفى نواياها فى ضرب الولايات المتحدة مرة أخرى - وكانت إدارة المخابرات المركزية *CIA* وإدارة المباحث الفيدرالية تضعان بعض أفراد المتآمرين الفعليين تحت الملاحظة منذ عام ١٩٨٦، وكان هناك خبراء من العاملين فى سلاح المهندسين بالقوات المسلحة قد عبروا عن قلقهم بشأن تصميم الأرصفة الخاصة بحماية نيو أوليانز.

الذى منع السلطات من تجنب هذه الكوارث لم يكن، إلى حد كبير، نقصا فى التحذيرات المبكرة بقدر ما كان ندرة التخيل، ولم يكن الأفراد المسئولون من

الأشرار أو ذوى قصر النظر، بل أن إهمالهم كان فى النطاق المعتاد. ولكنهم ببساطة لم يكن فى مقدورهم تخيل قيام اليابان بضرب هاواى بالقنابل، أو قيام الجهاديين بقيادة طائرات نفاثة مدنية للاصطدام بناطحات سحاب مانهاتن، أو تخيل أن انطلاق الفيضان المرتفع فى خليج المكسيك ستتخطى أمواجه أكثر من خمسين رصيفًا وسدًا بحريًا فى نفس الوقت. وهذه الأحداث الكارثية لم يجر النظر إليها باعتبارها نتائج ضعيفة الاحتمال، وهو ما يتفق مع تعريف الأحداث المتطرفة، أو بأن: هذه الأحداث لم تكن داخل نطاق الأحداث الممكنة التى تدخل فى الاعتبار على الإطلاق.

كذلك كانت أزمة الرهون عالية المخاطر حادثًا آخر متفردًا وغير متوقع، ولكنه لم يكن حادثًا أتى دون إنذار. ففى وقت مبكر من عام ٢٠٠٢، كان بعض المعلقين، وأنا منهم، يقول إن قيمة الأصول العقارية فى بعض نواحى البلاد، كانت تفتقد الصلة بالدخول. وفى خريف ذلك العام، قمت بزيارة مدينة ليفيتاون التى تعتبر نموذجًا لمدن الطبقة الوسطى، فى ولاية لونج أيلاند حيث كانت شركة ليفيت وأبنائه تقوم بتنمية الأراضى فى أعقاب الحرب العالمية الثانية، وكانت تعرض للبيع بيوتًا فى مزارع كل منها مساحته ثمانمائة قدم مربع، مع ثلاجة كهربائية وموقد كبير وغسالة كهربائية، وسخانات بالبترول بمبلغ ٧٩٩٠ دولارًا. وعندما وصلت، كانت هذه المساكن ذاتها مع بعض التحديث المحدود تباع بسعر ٣٠٠,٠٠٠ دولار، أو بزيادة نسبتها ٥٠% عما كانت تباع به منذ سنتين. وقد صحبنى ريتشارد دالو فى جولة حول المدينة، وهو سمسار عقارات تعمل عائلته فى هذه المهنة منذ عام ١٩٥١. وقد عبر عن دهشته بأن أسعار المساكن قد تحدت انهيار مؤشر ناسداك فى عام ٢٠٠٠، والركود الاقتصادى لعام ٢٠٠١، والآثار التى أعقبت كارثة ١١ سبتمبر ٢٠٠١. وقال "إنها لابد أن تحدث أثرًا عند نقطة ما،

ولكـــن مرة أخرى، فى صيف عام ٢٠٠٠، ظننت أن الأثر قد وقع، ولكن سرعان ما عادت الأشياء إلى طبيعتها".

وبصفة عامة، كانت أنواع الأشخاص الذين يشترون المنازل فـــى ليفيتـــاون هى ذاتها كما كانت على الدوام: رجال شرطة، والعاملون بإدارة إطفاء الحرائـــق، وحرس المنازل (البوّابون)، وعمال البناء الذين تعذر عليهم الـــسكن فـــى المـــدن المجاورة لارتفاع الأسعار، وكان التضخم فى أسعار المساكن قد جعل من الصعب أيضًا على هؤلاء المشترين تحمل أسعار ليفيتاون. ويقول دالو "إن هـــذه المنطقـــة كانت معروفة دائمًا بأنها منطقة ذات أسعار منخفضة، فإن ما أصبح السعر ثلاثمائة ألف دولار وقمت بدفع مبلغ مقدم يعادل ٥%، فإن الرهن سيصبح ثلاثمائة وثلاثـــة عشر ألفًا وخمسمائة دولار، وهو ما معناه أنك تحتاج إلـــى رهـــن ضـــخم. وفـــى ليفيتاون". وعندما عدت إلى مكتبى فى تايمز سكوير (فى نيويورك) كتـــب مقـــالاً لمجلة نيو يوركر ***The New Yorker*** بعنوان "الانهيار التالى" واقتبست فيه كلمـــات دالو وبعض المحللين الماليين الآخرين الذين كانوا من المهتمين بـــسوق الأصـــول العقارية [١]. ويقول إيان موريس، الاقتصادى الرئيسى للولايات المتحدة فـــى بنـــك ***HSBC***، "حتى البيوت العادية للآباء والأمهات أصبحت الآن عاليـــة الـــثمن جـــدًا بالنسبة للدخل" وكان كريستوفر وود، وهو متخصص فى إســـتراتيجية الاســـتثمار بالأسواق الآسيوية الصاعدة لسندات بنك كريدى ليونيه، أكثر تـــشاؤمًا وقـــال: "إن سوق المساكن الأمريكية هى آخر فقاعة كبيرة، وعندما تنفجر سيكون الأمـــر فـــى منتهى السوء".

---

(١) انظر *John Cassidy, "The Next Crash," New Yorker, November 11, 2002, 123*

وفيما بين السنوات ٢٠٠٣ و ٢٠٠٦، مع تسارع أسعار المساكن في الارتفاع، ظهر كثير من التعبيرات عن القلق في وسائل الإعلام(١). وكتبت مجلة ***The Economist*** "إن الارتفاع العالمي في أسعار المساكن هو أكبر فقاعة في التاريخ. ولابد من الاستعداد لما سينشأ عنها من آلام اقتصادية عندما تنفجر"(٢). وفي الولايات المتحدة، كانت نسبة أسعار المساكن إلى الإيجارات أعلى نسبة في التاريخ، لاحظتها مجلة نيوزويك، مع ارتفاع أسعار المساكن بمعدل سنوي يزيد على ٢٠% في بعض أنحاء البلاد. وفي نفس الشهر، قال روبرت شيللر، وهو الاقتصادي المعروف من جامعة ييل ***Yale***، والذي كتب أفضل الكتب المبياعة في عام ٢٠٠٥ بعنوان "الوفرة غير الرشيدة" إن "فقاعة أسعار المساكن تبدو مثل الذعر الذي حدث في سوق الأسهم في خريف ١٩٩٩"(٣).

وأحد الأسباب التي جعلت تلك التحذيرات تمر دون اكتراث كان الإنكار وعندما كان سعر الأصل يزداد بنسبة تتراوح بين ٢٠% و ٣٠% سنويًا، لم يكن أي شخص يمتلك مسكنًا، أو يتاجر في المساكن يحب أن يسمع أن منبع الثراء الجديد له ليس إلا وهمًا. ولكن الأمر لم يقتصر على سماسرة الأصول العقارية أو مروّجي بيع الشقق الذين كانوا يصممون على أن الارتفاع في الأسعار لن يعود إلى الهبوط، بل أن كثيرًا من الاقتصاديين المتخصصين في العقارات قد وافقوهم فيما كانوا يقولون. وقد ذكرني كارل كيس ***Karl Case***، وهو اقتصادي من وليزلي ***Wellesley***، بأن متوسط سعر المساكن الأمريكية كان يرتفع سنويًا منذ عام ١٩٤٥. وقد قام فرانك نوثافت ***Frank Nothaft***، الاقتصادي الرئيسي في شركة فريدي ماك ***Freddei Mac***، بمراجعة "قائمة الأسس الاقتصادية" والتي قال إنها تبرر الأسعار المرتفعة للمساكن

---

(1) Robert J. Shiller, Irrational Exuberance, 2nd ed. (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2005), 12-13

(2)"The Global Housing Boom," Economist, June 16, 2005

(3) Jonathan R. Laing, "The Bubble's New Home," Barron's, June 20, 2005

واستمرار ارتفاعها، وهى: انخفاض معدلات الرهون، واتساع نطاق الهجرة للـداخل وتواضع أعداد المساكن الجديدة الموجودة. وقال إننا لا نتوقع رؤيـة انخفـاض فـى أسعار مساكن الأسرة الوحيدة. وأضاف بصراحة "إن ذلك لن يحدث"[١].

ومع استمرار ازدهار أسعار المساكن، كان ما يقوله نوثافت ***Nothaft*** هو أن الزيادات الكبيرة فى أسعار المساكن فى جميع أرجاء البلاد كانت أحاديـة الاتجـاه حسب الموافقة الرسمية لحكومة الولايات المتحدة. وفى أبريل عـام ٢٠٠٣، فـى مكتبة ومتحف رونالد ريجان الرئاسيين فى سيمى فالى بكاليفورنيـا ***Simi Valley, California*** صمم جرينسبان على أن الولايات المتحدة لم تكن تعانى من أية فقاعة عقارية. وفى أكتوبر ٢٠٠٤، كان يجادل بأن العقارات عادة مـا لا تكـون محـل مضاربة، مع ملاحظة أنه مع بيع أحد المساكن، يجـب علـى المـلاك مغادرتـه والمعيشة فى مسكن آخر"[٢]. وفى شهر يونيه ٢٠٠٥، عند الإدلاء بـشهادته أمـام الكونجرس، اعترف بوجود "رغوة ***Froth***"[*] بسيطة فى بعض المناطق، ولكنه أكد استحالة وجود فقاعة على مستوى البلاد، قائلاً إن أسواق المساكن محلية. وعلـى الرغم من عدم استثناء احتمالات هبوط الأسـعار فـى بعـض المنـاطق، إلا أن جـرينسبـان اختتـم قوله بأن "هذه الانخفاضات فى الأسعار، حيثما تحدث، فإنها لا يحتمل أن تكون لها آثار ذات مغزى على الاقتصاد الكلى[٣].

---

(1) *Cassidy, "The Next Crash," 123*

(٢) ملاحظـات ألان جرينـسبان *Alan Greenspan, "The Mortgage Market and Consumer Debt," remarks at American's Community Bankers Annual Convention, Washington DC, October 19, 2004*. يمكـن الحـصول عليهـا مـن خـلال الـرابط: *www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20041019/default.htm*

(*) رغوة = ***Froth*** مع بداية حليب اللبن عادة ما توجد بعض الفقاقيع الصغيرة (المترجم).

(٣) تصريحات ألان جرينـسبان. *Greenspan's remarks at Reagan Presidential Library. See Andrew Bridges, "Federal Reserve Chairman Says Postwar Ecoconmy Resilient,", Associated Press. April 10, 2003*

وفي الوقت الذى أدلى فيه جرينسبان بهذه التعليقات، كان بن برنانكى *Ben Bernanke* قد ترك الاحتياطى الفيدرالى مؤخرًا، بعد أن شغل منصبه فيه كمحافظ منذ عام ٢٠٠٢، لكى يصبح رئيسًا لمجلس المستشارين الاقتصاديين للبيت الأبيض. وفى شهر أغسطس ٢٠٠٥، سافر برنانكى إلى كروفورد، تكساس. ليقدم تقريرًا إلى الرئيس بوش، وبعد انتهاء المقابلة سأله أحد الصحفيين: "هل كانت فقاعة الإسكان من بين الموضوعات التى ذكرت فى الاجتماع؟"[١] وقال برنانكى، لقد تم بحث الإسكان، واستمر قائلاً "أظن أنه من المهم الإشارة إلى أن أسعار المساكن مدعومة فى جزء كبير منها بواسطة أسس قوية جدًا... ولدينا كثير من الوظائف، والعمالة، والدخول المرتفعة، وأسعار الرهون المنخفضة جدًا، والنمو السكانى، ونقص الأراضى والمساكن فى كثير من المناطق". وفى ١٥ أكتوبر ٢٠٠٥، وفى خطبة موجهة إلى الجمعية القومية لاقتصاد الأعمال، استخدم برنانكى نفس اللغة إلى حد كبير، قائلاً "إن ارتفاع أسعار المساكن يعكس أسسًا اقتصادية قوية". وبعدها بتسعة أيام اختاره الرئيس بوش لخلافة جرينسبان.

* * * *

فى أغسطس ٢٠٠٥، بعد بضعة أسابيع من رحلة برنانكى إلى تكساس، قام بنك الاحتياطى الفيدرالى فى تكساس، وهو أحد البنوك الإقليمية الاثنى عشر فى نظام الاحتياطى الفيدرالى، بتخصيص اجتماعه السنوى للسياسة الاقتصادية للدروس المستفادة من فترة وجود جرينسبان على رأس الاحتياطى الفيدرالى

---

(١) انظر نص البيان الصحفى *Director of National Economic Council, Al Hubbard, and chairman of Council of Economic Advisers, Ben Bernanke, Crawford, Texas, August 9, 2005.* يمكن الحصول عليه من خلال الرابط: *http://georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/2005/08/20050809-7.html*

المركزى. وكالمعتاد، انعقد فى جاكسون ليك لودج ***Jackson Lake Lodge***، وهـو منتجع فاخر فى جاكسون هول، بولاية ويومنج[1]. وألقى جرينسبان، الـذى كـان حينئذ قد شغل منصب رئيس مجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى، خطاب الافتتـاح. وكان معظم المتحدثين الآخرين الذين كان من بيـنهم روبـرت روبـين ***Robert Robin***، وزير الخزانة السابق، وجين - كلـود تريـشيه ***Jean - Cleude Trichet*** رئيس البنك المركزى الأوروبى، شديدى المجاملة للـرئيس الـسابق للاحتيـاطى الفيدرالى. وقال آلان بلايندر ***Alan Blinder***، الاقتصادى السابق بجامعة برنستون، والمحافظ السابق للاحتياطى الفيدرالى "ليس هناك شك فى أن جرينسبان كان رئيسًا ناجحًا بدرجة مبهرة لنظام الاحتياطى الفيدرالى، بينما اتبـع راجـورام ج راجـان ***Raghuram G Rajan*** الاقتصادى بمدرسة الأعمال بجامعة شيكاغو، والذى كـان حينئذ يشغل منصب اقتصادى رئيسى بصندوق النقد الدولى، خطا أكثـر انتقـادًا، بفحصه للآثار المترتبة على عقدين من التحرير المالى."[2]

كان راجان من مواليد ١٩٦٣ فى بهوبال ***Bhopal***، فى وسط الهنـد، وقـد حصل على درجة دكتوراه الفلسفة من معهد ماساتشوسيش ***MIT*** فى عـام ١٩٩١، ثم انتقل إلى جامعة شيكاغو (مدرسة إدارة الأعمال) حيث جعل من نفسه نوعًا من الطفل المعجزة ***Wunderkind***. وفى عام ٢٠٠٣، رشحه زملاؤه باعتباره العالم - دون سن الأربعين - الذى قدم أكبر قدر من الإسهامات فى ميدان الماليـة. وفـى

---

(١) انظر *"The Greenspan Era: Lessons for the Future," Jackson Hole, Wyoming, August 25-27, 2005* يمكـن الحـصول عليهـا مـن خـلال الـرابط: *www.kc.frb.org/publicat/sympos/2005/sym05prg.htm*

(٢) ورقـة بحثيـة *Alan S. Blinder and Ricardo Reis, "Understanding the Greenspan Standard," paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 25-27, 2005*. يمكن الحصول عليهـا مـن خلال الرابط: *www.kc.frb.org/publicat/sympos/2005/pdf/blider-reis2005.pdf*

نفس السنة شغل أعلى منصب اقتصادى فى صندوق النقد الدولى، حيث ظل حتى عام ٢٠٠٦، ولا يمكن أن يوصف بأنه راديكالى. أحد الكتب التى شارك فى تأليفها كان بعنوان "إنقاذ الرأسمالية من الرأسماليين: إطلاق قوة الأسواق المالية لخلق الثراء ونشر الفرص".

"Saving Capitalism From the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity"

وقد كتب عنه روس بارتليت ***Bruce Bartlett***، وهو محافظ ناشط عمل فى إدارتى رونالد ريجان وجورج هـ.و. بوش، بأنه "أحد أقوى الدفاعات التى كتبت عن حرية السوق".

وقد بدأ راجان ***Rajan*** بمراجعة واستعراض شيء من التاريخ، مُذكرًا المستمعين، بأن التحرير والتقدم الفنى قد أخضع البنوك لمنافسة متزايدة فى عملها الأساسى لتلقى الودائع من العائلات وإقراضها لأفراد آخرين ومنشآت أخرى. واستجابة لذلك قامت البنوك بالتوسع فى ميادين أنشطة أخرى، مثل الرهون المضمونة بسندات (***MBSs***) والتزامات الديون المضمونة (***CDOs***). وكانت معظم هذه السندات تباع للمستثمرين، ولكن بعضها كان يتم الاحتفاظ به لأغراض الاستثمار، وهو ما كان يؤدى إلى احتمال تعرضها للخسائر إذا ما عانت الأسواق من هبوط كبير. ويقول راجان "بينما يقوم النظام الآن باستغلال قدرته على تحمل الخسائر بدرجة تفوق ما كان يمكنه قبل ذلك، فإن العلاقات والروابط بين الأسواق والمؤسسات تصبح أكثر وضوحًا. ومع أن هذا يساعد النظام على التنويع فى الصدمات الصغيرة، إلا أنه أيضًا يعمل على تعريض النظام للصدمات الضخمة الناشئة من النظام – التحولات الضخمة فى أسعار الأصول أو التغيرات فى إجمالى السيولة"(١).

(١) ورقة بحثية *Raghuram G. Rajan, "Has Financial Development Made the World Riskier? " paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 25-27, 2005*. يمكن الحصول عليه من خلال الرابط: *www.kc.frb.org/publicat/sympos/2005/pdf/rajan2005.pdf*

وإذا ما تحوّلنا إلى العوامل الأخرى التى جعلت النظام المالى أكثر تعرضًا للمخاطر نجد أن راجان أتى بموضوع التعويض القائم على الحوافز. ويكاد جميع كبار العاملين فى نشاط التمويل يتلقون مبالغ إضافية ترتبط بعوائد الاستثمارات التى تولدها الأعمال التى يديرونها. ولما كانت تلك العوائد ترتبط بالمخاطر، فقد أشار راجان إلى أن هناك "حوافز عكسية ***Perverse incentives***" للمديرين والمنشآت لتحمل مخاطر أكثر، وخاصة ما يطلق عليه المخاطر التابعة ***Tail risks*** – أى الأحداث التى تقع وتكون احتمالاتها منخفضة جدًا والتى يمكن أن تكون لها عواقب وخيمة – واتجاه المستثمرين والمتعاملين إلى تقليد إستراتيجيات بعضهم بعضًا، وهى الظاهرة التى تعرف بسلوك القطيع ***herding***، والتى كانت إحدى الظواهر الأخرى التى يحتمل أن تكون من العوامل المثيرة لعدم الاستقرار، وقال راجان إن ذلك بسبب ما أدت إليه من قيام الأشخاص بشراء الأصول حتى إذا ما اعتبروا أن هناك مغالاة فى قيمتها. وإذا ما أخذت التعويضات القائمة على أساس الحوافز وسلوك القطيع معًا فإنهما يكونان مزيجًا سريع التذبذب وإذا ما أدى سلوك القطيع إلى تحريك الأسعار بعيدًا عن الأسس يزداد احتمال حدوث حالات ضخمة لإعادة التنظيم – وبالتحديد من النوع الذى يعمل على إثارة الخسائر التابعة ***"tail losses"***.

وأخيرًا، أضاف راجان، أن هناك عنصرًا إضافيًا آخر يمكن أن يجعل المزيج شديد التذبذب، وهو انخفاض أسعار الفائدة بعد فترة من ارتفاع أسعارها، سواءً بسبب التحرير المالى أو بسبب سياسة نقدية مفرطة فى التكيّف. "إن النقود الرخيصة تشجع البنوك، وبنوك الاستثمار، وصناديق التحوط ***hedge funds***، على الاقتراض أكثر ووضع رهانات أكبر"، وفقًا لما ذكَر به راجان الحاضرين. وعندما يتدفق الائتمان بحرية، غالبًا ما تتطور حالة التفاؤل، فقط ليتبعها بعد ذلك "توقف مفاجئ" يمكن أن يسبب ضررًا بالغًا للاقتصاد. وحتى الآن فإن اقتصاد الولايات المتحدة قد تجنب مثل هذه النتيجة، كما أقر راجان بذلك، ولكن استعادته لقوته من

انهيار ١٩٨٧ بسوق الأوراق المالية، وكذلك انهيار عام ٢٠٠٠-٢٠٠١ فى أسـهم التكنولوجيا "ينبغى ألاّ يجعلنا نفرط فى الإجراءات الاحتياطية". ورغم كل شـىء، فإن "الصدمة لأسواق الأسهم، على الرغم من ضخامتها، قد تكون أقل فـى أثرهـا عن الصدمة فى أسواق الائتمان".

* * * * *

إن المسئولين فى البنوك المركزية، كقاعدة عامـة، لا يتحركـون بـسرعة خاطفة، أو القفز عبر المراحل والخطا، أو القيام بقذف كراسيهم فى الهـواء، ولـو كـانوا فعلـوا ذلك، لأصبـح راجان يواجه خطرًا ماديًا. وقد أشـار دون كـوهن **Don Kohn**، أحد محافظى الاحتياطى الفيدرالى والذى ينتظر أن يصبح نائبًا لرئيس مجلـس إدارتـه، إلـى أن ما قدمه راجان قد بلغ ما يمكن أن يكون تحديًا سـافرًا لـ "مذهب جرينسبان **Greenspan Doctrine**"، والذى رحب بحرارة بتطوير مالية جديدة، مثل القروض المضمونة بسندات وعمليات "مبادلة التعثر الائتمانى **Credit default swaps**". وقد قال كوهن **Kohn** إنه "إذا ما تم السماح للمؤسسات بأن تنوّع مخاطرها، وتختار المخاطر التى تريد تحملها، فإن ذلك سيجعل المؤسسات أكثـر قوة وصلابة، واستمر كوهن قائلاً "كما أن تسهيل تدفق المدخرات عبـر الأسـواق والحـدود القـومية سيعمـل علـى إسهامها فـى تحقيـق تخـصيص المـوارد وتشجيع النمو"(١).

---

(1) Don Kohn, "Commentary: Has Financial Development Made the World Riskier?" response to Raghuram G. Rajan presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 25-27, 2005 . يمكن الحـصول عليه من خلال الرابط:

www.kc.frb.org/publicat/sympos/2005/pdf/kohn2005.pdf

إن مذهب جرينسبان لا يعنى ضمنًا أن الأسواق المالية دائمًا ما تفعل الشيء وهو ما وافق عليه كوهن ولكن "ما تقوم به الأطراف الخاصة لحماية نفسها – والذى أطلق عليه جرينسبان "التنظيم الخاص" – عادة ما يكون فعالاً". "بينما تخاطر الحكومة بالغض من قدر "التنظيم الخاص" والاستقرار المالى عن طريق الحط من الحوافز". وإذا ما تحولنا إلى اقتراح راجان بأن الأمر قد يتطلب نوعًا من الضبط الحكومى لخطط تعويضات وول ستريت، فقد أصَّر كوهن على أنه ليس من مصلحة كبار التنفيذيين فى البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الأخرى، "أن يسعوا للحصول على مكاسب الأجل القصير على حساب المخاطر طويلة الأجل، وإخفاء درجة المخاطرة التى يتحملونها من أجل عملائهم، أو تهديد سمعتهم. ونتيجة لذلك، فإننى لم أجد أن المناقشة الخاصة بفشل السوق مقنعة فيما تتطلبه من تدخل الحكومة فى التعويضات".

ووقف لورانس سامرز *Lawrence Summers*، الذى كان فى ذلك الوقت رئيسًا لجامعة هارفارد، وقال إنه وجد "أن الركن الأساسى لهذه الورقة البحثية المنحاز بعض الشيء، كان مضلَّلاً إلى حد كبير"(١). وبعد أن سكت لبرهة وجيزة، ليبين كيف أنه تعلم من جرينسبان، عقد سامرز مقارنة بين تطور الصناعة المالية وتاريخ الطيران التجارى، قائلاً إن التحطم العارض لإحدى الطائرات لا ينبغى أن يخفى حقيقة أن الانتقال من النقطة (أ) إلى النقطة (ب) قد أصبح الآن أكثر سهولة وأمنًا عما كان عليه قبل ذلك، وأضاف أنه "يبدو لى أن الرجحان الغامر لما حدث، إيجابى، ومع مشروعية الإشارة إلى إمكانية حدوث المسارات الحلزونية الخاصة

---

(1) *Malcolm D. Knight, "General Comment: Has Financial Development Made the World Riskier?" remarks presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 25-27, 2005* . يمكن الحصول عليه من خلال الرابط:

www.kc.frb.org/publicat/sympos/2005/pdf/gd5_2005.pdf

للتقوية الذاتية فى الأسواق المالية(١)، وقد اختتم سامرز حديثة قائلاً "إن الاتجاه نحو التقييد الذى يجرى من خلال نغمة تقديم الورقة البحثية يبدو لى مثيرًا للمشاكل. كما يبدو لى أنه يدعم أنواعًا متعددة من نطاق واسع لنبضات السياسات المُضلِّلة فى كثير من الدول".

هكذا، أظهر رد الفعل على ورقة راجان مدى ما أصبحت عليه صعوبة إجراء استطلاع، حتى على المستوى النظرى، عن مبدأ التحرر من النظم وحرية الأسواق. وقد يكون من الممكن التسامح مع كوهن نظرًا لزمالته الطويلة وعمله مستشارًا لجرينسبان بشأن دفاعه عن حبه الوحيد. أما سامرز فيأتى فى تصنيف مختلف، ففى أثناء ثمانينيات القرن الماضى، وباعتباره أستاذًا شابًا بجامعة هارفارد، ساند فرض ضريبة على عمليات تداول السندات، على غرار مشتريات الأسهم، وكانت حجته فى ذلك أن قدرًا كبيرًا مما يجرى فى وول ستريت كان عبارة عن لعبة داخل قوقعة لا يضيف شيئًا إلى الناتج الكلى. وبعد ذلك، ذهب ليقدم استشاراته إلى مرشحى الرئاسة ثم عمل وزيرًا للخزانة فى حكومة الرئيس كلينتون. وطوال مساره، كان يلقى أفكاره السابقة هنا وهناك، وأصبح معروفًا عنه أنه أحد قادة المدافعين عن الحكمة التقليدية، وهى جملة سكّها جون كينيث جالبريث للافتراضات التى لا يجرى التساؤل بشأنها، والتى تساعد فى وضع إطار مناقشات السياسة، وهى بالنسبة لهذا الموضوع، المناقشات فى أثناء الشراب ***barroom debates***. وكما لاحظ جالبريث فى كتابه الذى كان الأوسع انتشارًا فى عام ١٩٥٨، وعنوانه مجتمع الرفاهة ***The Affluent Society*** فإن "الحكمة التقليدية ليست ملكًا مطلقًا لحزب سياسى أو عقيدة معينة: سواء الجمهوريون والديمقراطيون والأحرار، وسواء المؤمنون أم الملحدون، فإن الجميع يسهمون فى عقائدها الرئيسية، ومكانها

---

(1) John Kenneth Galbraith, The Affluent Society (Boston: Mariner Books, 1998), 9

فى الواقع من الصعب تحديه أو تفنيده" كما كتب جالبريث. "إن الشخص كثير الشك غير مؤهل نتيجة لمجرد توجهه مندفعًا من القديم إلى الجديد. ولو كان هذا الشخص عالمًا سليمًا.. لكان قد ظل وبقى مع الحكمة التقليدية".

ولكن كيف تأسست الحكمة التقليدية؟ للإجابة على السؤال، فإننا يجب أن نكتب رواية ثقافية كالأودبسه تبدأ فى جلاسجو فى القرن الثامن عشر، وتمر بمدن لندن، ولوزان، وفيينا، وشيكاغو ونيويورك، وواشنطن العاصمة. إذ أن الاقتصاد اليوتوبى (الأساسى) ذو تاريخ طويل هام ومشهور. وقبل التحول إلى عيوب مذهب حرية السوق، لنتتبع تطور هذا التاريخ ونسعى إلى فهم جاذبيته المستمرة.

الفصل الثانى

اليد الخفية لآدم سميث

السوق، فى لغتنا اليومية المعتادة، هو المكان التى يجرى فيه شراء وبيع الأشياء. ومحل المأكولات الواقع فى الزاوية هو سوق، تمامًا مثل أقرب فروع محلات وول – مارت ***Wal-Mart*** وتارجت ***Target***، وهوم ديبوت ***Home Depot*** كلها أسواق، كذلك ناسداك *NASDAQ*(*) والمنطقة المحلية الحمراء أيضًا. وكثير من المدن الكبيرة والصغيرة لديها أسواق شوارع منظمة، بما فى ذلك مدينة ليدز ***Leeds*** فى شمال إنجلترا حيث قضيت فترة صباى وشبابى. وكانت جدتى صاحبة مكان للإقامة ***boarding house***، تذهب إلى سوق ليدز للبحث عن قطع اللحم الرخيصة وغيرها. وإذا ما كان آلان جرينسبان عند نهاية أحد ألوان الطيف، عند التفكير فى كيفية عمل الأسواق، فقد كانت هى على الطرف الآخر. وكانت هذه المرأة الأيرلندية ذات التعليم الرسمى البسيط وذلك الثراء من التجارب الشخصية، تنظر إلى أصحاب المحلات والتجار الذين تتعامل معهم على أنهم "لصوص" و"أشرار" ونَصَّابون، وكل منهم مستعد ليغشها بالطريقة التى تمكنه.

وهذه نظرة شديدة التطرف. وكذلك أيضًا فكرة أن الأسواق الحرة إنما تعمل لمنفعة جميع الأشخاص. وعندما يستخدم الاقتصاديون مصطلح الأسواق الحرة،

(*) مختصر *NASDAQ* = هو الجمعية الوطنية للعاملين فى تداول السندات عن طريق الأسعار الأوتوماتية. *National Association of Securities' Dealers Automated Quotation.* (المترجم).

فمن الطبيعى أنهم بذلك لا يشيرون إلى أصحاب محلات بعينها ولكن إلى كامل النظام الخاص بتنظيم الإنتاج والتوزيع، والاستهلاك. وإذا ما أخذنا الاقتصاد فى مجموعه، نجد أن هناك ثلاثة أسواق ذات أهمية هى: سوق السلع، حيث يشترى المتسوقون كل شيء ابتداءً من سيارات كورولا – تويوتا إلى حلاقة الشعر ورحلات قضاء الإجازات فى هاواى، وسوق العمل حيث تقوم المنشآت وغيرها من أصحاب العمل باستئجار العمال، والسوق المالية حيث يقوم الأفراد والمؤسسات بإقراض أو استثمار النقود الفائضة لديهم.

وكل من هذه الأسواق مختلف ومتمايز عن الآخر. ويحاول الاقتصاديون طمس اختلافاتها، ومعاملة مبرمج الحاسب الآلى ومؤشر الأسهم الآجلة بنفس الطريقة مثل أجهزة *pods* والطماطم المحفوظة – باعتبارها سلعًا مرغوبة. أما التعميم بهذا الشكل فيحجب حقيقة أن الأسواق هى منشآت اجتماعية، ولكنه يسمح للاقتصاديين بالتركيز على بعض العموميات الأساسية مثل الأدوار التى تعلبها الحوافز، والمنافسة والأسعار. وقد أثبتت نظم الأسواق القدرة على الاستمرار لعديد من الأسباب؛ فى سماحها للأفراد، والمنشآت، والدول بالتخصص فى أفضل ما يمكنها عمله، وهو ما يسمح للدول بالتوسع فى قدراتها الاقتصادية الإنتاجية. وبتقديم الأسواق حوافز للاستثمار والابتكار، سهلت التصاعد التدريجى فى الإنتاجية والأجور، وهو ما أدى بمرور عقود وقرون إلى تراكم كبير فى شكل ارتفاع وتحسن فى مستويات المعيشة. كما أدى الاعتماد على المصلحة الذاتية بدلاً من الأوامر الإدارية فى توجيه قرارات المستهلكين، والمستثمرين، والتنفيذيين فى منشآت الأعمال، إلى تحاشى الحاجة إلى وجود حاكم إقطاعى أعلى أو إلى مخطط مركزى ذى معرفة شاملة لتنظيم كل شيء .

كان أحد الاقتصاديين الأوائل الذين قاموا بضم هذه الحجج والأفكار معًا: آدم سميث ***Adam Smith***، الذى كان صبيًا أسكتلنديًا مولعًا بالكتب، ولد فى كير كالدى وهى مدينة على لسان بحرى ***Firth of Forth***، شمال إدنبره، فى عام ١٧٢٣. كان

والد سميث يعمل محاميًا وموظفًا حكوميًا، وتوفى قبل ميلاد ابنه. وبعد أن قامت أمه بتربيته، انتظم سميث فى جامعة جلاسجو حيث درس الفلسفة على يد فرانسيس هتشنسون ***Francis Hutchenson***، وهو أحد المشاهير العظماء فى تاريخ التنوير الأسكتلندى. وانتقل ما بين جامعتى أوكسفورد وإدنبره، قبل العودة إلى جلاسجو، حيث قام فيما بين عام ١٧٥٢ وعام ١٧٦٤ بتدريس الفلسفة الأخلاقية، وهو موضوع يستوعب الأخلاق وفلسفة التشريع وعلم القانون، والاقتصاد السياسى. وبعد ذلك استقال من عمله فى الجامعة، ليتولى وظيفة ذات أجر أعلى كمعلم خاص لشاب أرستقراطى غنى، وهو دوق بوكليوتش ***The Duke of Buccleuch*** – وقام سميث بالبدء فى كتابة عمله الإبداعى، ثروة الأمم ***The Wealth of Nations***، الذى تم إصداره فى نهاية الأمر فى عام ١٧٧٦، وهى نفس سنة إعلان الاستقلال الأمريكى.

ومع ما اتصف به سميث من أنف كبير، وأسنان بارزة، إلى جانب التلعثم الطفيف كان بعيدًا عن أن يكون شخصية جذابة. واشتهر عنه شرود الذهن، وغالبًا ما كان يتحدث مع نفسه بكلمات غير واضحة فى أثناء سيره وحيدًا فى شوارع جلاسجو. ولكن استعارته بشان وجود يدٍ خفية توجه الاقتصاد وما زالت بنفس قوتها الآن مثلما كانت عليها منذ ٢٣٠ عامًا مضت، وما زالت فكرة رئيسية فى أى بحث عن كيفية عمل الأسواق. وهذا ليس رأيى وحدى فحسب. "إن مما يدهشنى أن أفكارنا عن فعالية منافسة الأسواق، ظلت أساسًا دون تغيير منذ التنوير فى القرن الثامن عشر، عندما بزغت لأول مرة، وإلى مدى ملحوظ، من عقل رجل واحد، هو آدم سميث"[(١)]. هكذا كتب ألان جرينسبان فى مذكراته عام ٢٠٠٧ التى صدرت بعنوان: عصر الاضطراب ***Age of Turbulence***. "وبعبارة أخرى، فإن تاريخ المنافسة السوقية والرأسمالية التى تمثلها هو قصة انحسار مد، وتدفق أفكار آدم

---

(1) Alan Greenspan, The Age of Turbulence (New York: Penguin Press, 2007), 260

سميث. وتبعا لذلك فإن قصة كتابه والاستقبال الذى لقيه هما بمثابة سداد للاهتمام الخاص الذى كان يجب أن يحظى به".

لم يقم آدم سميث حججه على مبادئ مجردة ولكن على أساس ملاحظات حادة. وقد بدأ بوصف عمليات مصنع دبابيس (مسامير). وفى أواخر القرن الثامن عشر، كانت عملية الميكنة ما زالت فى بدايتها، وكانت معظم المصانع فى الجزر البريطانية صغيرة، بل أن أكبر تلك المصانع لم يكن يضم سوى ٣٠٠ أو ٤٠٠ عامل. وعلى الرغم من ذلك، فإن كل عامل كان يقوم بعمل متخصص: "رجل يسحب الأسلاك" كما كتب سميث، "وآخر يقوم بتسويتها، وثالث يقوم بتقطيعها، ورابع يشكل سنها، وخامس يهيئها فى أعلاها ليمكنها تقبل الرأس، وتتطلب صناعة رأس الدبوس ثلاث عمليات متمايزة، ووضع الرأس على الدبوس عمل مختلف، ويقتضى تبييض الدبابيس عملاً آخر، بل أن وضع الدبابيس فى الأوراق يعتبر مهنة مستقلة بذاتها، والعمل الهام لصناعة الدبوس بهذه الطريقة، ينقسم إلى نحو ١٨ عملية متمايزة، يتم أداؤها فى بعض المصانع اليدوية ***Manufactories*** بأيد مختلفة، على الرغم من أن نفس الشخص يؤدى عمليتين أو ثلاثًا منها"[1] وبينما يمكن لعامل واحد ليس على دراية بالطرق والآلات المستخدمة فى مثل هذه المؤسسات ربما يمكنه بشق النفس وبأقصى جهد صناعى أن يصنع دبوسًا واحدًا يوميًا، ومضى سميث يقول، "إن عشرة عمال مصانع من ذوى الخبرة والمهارة كل منهم فى عمله، يمكنهم أن يصنعوا فيما بينهم ما يزيد على ٤٨٠٠٠ دبوس فى اليوم الواحد".

وما ينطبق على صناعة الدبابيس ينطبق أيضًا على إنتاج كثير من السلع الأخرى، إن التخصص، الذى كان يشير إليه سميث، باسم "تقسيم العمل، يولّد زيادة نسبية من القوى الإنتاجية للعمال"، أولاً من خلال زيادة مهارة وبراعة العمال

---

(1) Adam Smith, The Wealth of Nations, Books 1- 3 (New York: Penguin Books, 1997), 109-10

الأفراد، وثانيًا من ناحية توفير الوقت اللازم للانتقال من مهمة عملية إلى أخـــرى، وثالثًا، من خلال تشجيع اختراع الآلات التى "تمكن العامل الواحد من القيام بعمـــل كثيرين". والنتيجة هى ما يشير إليه الاقتصاد الحديث بأنه زيادة ثابتة فى الإنتاجية، أو فى الناتج الفردى. وفى نظام اقتصاد للكفاف الزراعى من هذا النوع الذى كـــان موجودًا فى بريطانيا، وفى أماكن أخرى لعدة قرون، كان معظم النـــاس يناضـــلون من أجل الطعام وكسوة عائلاتهم. وفى نظام السوق الحديث – وإن كـــان ســـميث يفضل مصطلح المجتمع التجارى – كان العمال وأصحاب المهن ينتجـــون فائـــضا فوق ما تتطلبه احتياجاتهم الضرورية اليومية، وهو ما يـــستخدمونه لـــشراء ســـلع أخرى غير أساسية مثل الملابس الفاخرة والأثاث المريح. وقال ســـميث "إن هـــذا التعدد العظيم للمنتجات من كافة الأنواع والفنون المختلفة – المهن – تبعًا لتقـــسيم العمل، هو الذى يسبب الثراء الشامل فى المجتمع جيد الانضباط، والذى يمتد إلـــى أدنى الطبقات.

وإذا ما أخذنا فى الاعتبار أن سميث كان يكتب عـــن مجتمـــع كانـــت فيـــه عصابات العمال الجوعى تتسكع فى الأرياف دونما هدف، وكانت المدن فيه مثـــل مانشستر وليدز توشك أن تكتظ بفقراء عمال المصانع، والذين كان كثيرون منهم ما يزالون أطفالاً، فإن وصفه للاقتصاد الرأسمالى قد لا يبدو فى نظرنا حكمًا صحيحًا على الأمور. ومع ذلك، ومع استمرار وتكثيف التصنيع فى بريطانيا علـــى امتـــداد القرن الجديد البادئ، تحسنت الأجور وارتفعت مستويات المعيشة فى نهاية الأمـــر، مؤكدة النقطة التى أثارها سميث وهى: أن رأسمالية السوق الحرة تؤدى إلى ارتفاع مستويات المعيشة. وقد كرر النمط ذاته فى كثير من الدول الأخرى، وها هى كـــل من الصين والهند تقدمان الأمثلة الحديثة لذلك. فبعد عقود من الرقابـــة المركزيـــة، قامت الدولتان بإجراء انفتاح اقتصاديهما ودخلتا إلى ميدان التقسيم العالمى للعمـــل. وكما كانت الحال فى بريطانيا والولايات المتحدة؛ فقد ضـــمنت تنميـــة الاقتـــصاد

الصينى والهندى العمل الكادح، وازدياد دعم المساواة، وتدهورًا بيئيًا واسع النطاق. ولكنها خلقت أيضًا قدرًا عظيمًا من الثراء، الذى تسرب بعضه فعــلاً إلــى أدنــى طبقات المجتمع. ولا يمكن لأحد أن يدعى أن المواطن المقيم فى الصين أو الهند قد أصبح غنيًا، ولكنه على مدار العقدين الأخيرين ارتفع كثير من الأشخاص من وهدة الفقر. ففى الصين فيما بين عام ١٩٨١ وعام ٢٠٠٥، طبقًا لدراسة حديثــة أعــدها باحثون من البنك الدولى، انخفض معدل الفقر من ٨٤% إلى ١٦%، وهو تخفيض يناهز نسبة الثلاثين. وفى نهاية الفترة، كان هناك ما يزيد على ٦ مليون صينى قد خرجوا من أسر الفقر(١).

ومع التقدم فى تقسيم العمل، ظهرت إلى الوجود شبكة دقيقة ومعقــدة مــن التبادل التجارى والاعتماد متعدد الأطراف. وقد استخدم آدم سميث مثال المعطــف الصوفى المتواضع لأحد عمال اليومية، لافتًا الانتباه إلى كافة المهن المختلفة التــى تسهم فى صناعة هذا المعطف. "راعى الغنم، ومصنف الصوف، وممشط الصوف أو مسرِّح الصوف، والصباغ، والمخربش ***Scribbler***، والغزّال، والنساج، ومقصر النسيج ***Fuller*** ومساعد اللبس ***the dresser*** وكثير غيرهم، وهؤلاء جميعًا يجب أن يعملوا فى فنونهم المختلفة لإتمام هذا الإنتاج المحلى. وإلى جانب هــذا كــم عــدد التجار وأصحاب الحرف والحمالين الذين يتم استخدامهم فى نقل المواد من بعــض هؤلاء العمال إلى آخرين من الذين يعيشون غالبًا فى أماكن بعيدة من الــبلاد!!"(٢). هذه هى مجرد الدورة الأولى من الاتصالات البينية، فماذا عن كل الخطوات التــى تذهب فى الإمداد، مثل: ذلك الصباغ الذى يحمل صبغته أو ذلك القائم بقــص مــع مجموعة مقصاته؟ وقد أعد آدم سميث قوائم عن الخباز بلــغ عــددها ١٢ قائمــة،

(1) Poverty Data: A supplement to World Development Indicators 2008, World Bank, December, 2008

(2) Adam Smith, Wealth of Nations, Books 1-3, 116-17

وأدخل فيها التاجر وبناة السفن، وصانع قلاع السفن، وصانع الطوب، ومصفف الطوب، وصانع حبال السفينة، والملاح، وبائع الأخشاب، والعامل في المنجم والعامل في صهر المعادن، ومصلح الآلات، والقائم على التشكيل، والحداد. وكل هذا من أجل معطف واحد رخيص! وإذا ما نظرنا أيضا إلى الأشياء الأخرى التي يملكها العامل، مثل ما يحتويه منزله، وقد أشار سميث إلى هذا، وأخذ في اعتباره حجم العامل الذى يدخل في هذه المحتويات؛ وستجد أنه "بدون مساعدة وتعاون ألوف كثيرة من الأشخاص، فإن أدنى الأشخاص قدرًا في دولة متمدينة لا يمكنه أن يحصل حتى على ما نطلق عليه زيفًا أو نتصور أنه أسهل الأشياء وبالطريقة البسيطة التى اعتاد عليها وعلى ما توفره له من راحة".

واليوم، بالطبع، فإن تقسيم العمل أصبح أكثر عالمية وأكثر تعقيدًا عما كان عليه في وقت آدم سميث. وعلى سبيل المثال فإن جهاز ***Apple's iPod*** والذى بيع منه ١٧٥ مليون وحدة، تم التفكير فيه في وادى السيليكون، ومعظم البرامج التي يعمل بها تمت كتابتها في حيدر أباد، بالهند، وتمت صناعته في الصين، هذا كانت شركة آبل قد عهدت بإنتاجه إلى عدد من الشركات التايوانية. ويحتوى جهاز الموسيقى على ٤٥١ قطعة بما فيها المشغل الرئيسى ***Hard drive*** قامت بتصنيعه شركة توشيبا اليابانية، واثنتان من ***Microchips*** من إنتاج شركات أمريكية، هما ***Portal player*** و ***Boardcom***، وقطعة للذاكرة صنعتها شركة سامسونج الكورية. وكل من تلك المكوّنات، بدورها، لها سلسلة توريد عالمية معقدة[(١)]. وجهاز ***iPod*** يعتبر بحق انتصارًا للابتكار والتسويق الأمريكي. وهو أيضًا رمز بحجم الجيب على تقسيم العمل (في يونيه ٢٠٠٦، كشفت جريدة ***Mail on Sunday*** البريطانية أن

---

(١) ***Who Captures Value in a Global Innovation System? The Case of Apple's iPod"***.
يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
http://pcic.merage.uci.edu/papers/2008/WhoCapturesValue.pdf

كثيرًا من العمال الصينيين الذين يقومون بعملية تجميع أجهزة *iPod* كانوا من الفتيات الصغيرات اللائى يعملن خمس عشرة ساعة يوميًا ويعشن فى عنابر نوم مشتركة، ويكسبن أقل من ٥٠ دولارًا فى الشهر. وقد وعدت شركة أبل، من أجل ذلك، بتحسين ظروف العمل، واستأجرت شركة لمراجعة معايير العمل فى مكان العمل)(١).

ولو نزل ناسك أو راهب من العصور الوسطى إلى الاقتصاد العالمى اليوم بتعقيداته الهائلة، هذا الاقتصاد الذى أنتج فى عام ٢٠٠٧ ما قيمته ٥٥ تريليون دولار من السلع والخدمات، فمن المؤكد أن ستكون لديه بعض الأسئلة الأساسية، التى نادرًا ما توقفنا لنسألها أو نفكر فيها، لأن أُلفتنا بوجودها حولنا أعمتنا عنها، من الذى يخبر كل أولئك المنتجين المتخصصين عما هى السلع التى يقومون بعرضها، وبأية كميات؟ من الذى يمنعهم من تقاضى أسعار أعلى لبضاعتهم؟ كانت إجابة سميث أنه ليس على أى فرد أو سلطة القيام بهذه المهام: إذ أن السوق التنافسية تتولاها بمعرفتها. وإذا ما حدث فى أية لحظة أن تجاوز الطلب على سلعة معينة، الكمية المعروضة منها للبيع، فإن سعرها سيرتفع وسيقوم الموردون الموجودون بتحقيق أرباح أكبر وهو ما سيشجع آخرين على دخول السوق. وإذا ما حدث الكمية المعروضة من سلعة معينة تتجاوز الطلب عليها، فإن سعرها سينخفض، وأيضًا ستنخفض أرباح مورديها، مما يشجع بعضهم على الخروج من السوق. وفى اقتصاد السوق، تحدث هذه التعديلات طوال الوقت.

وفى الصيغة المثالية للسوق الحرة كما وضعها سميث، تعمل المنافسة على إجبار منشآت الأعمال لتوريد ما يريد المستهلكون شراءه، وتخفيض إنتاج السلع الأقل شعبية، ومنعهم فى نفس الوقت من التربح. إن الأسعار تدور حول "سعر

---

(1)"The Stark Reality of iPod's Chinese Factories," Mail on Sunday, August 18, 2006

طبيعى"، يتمكن الموردون عنده من تغطية مصروفاتهم على العمالة، والمواد الخام، والإيجار، إلى جانب تحقيق معدل ربح ليس استثنائيًا. ونظام السوق يتمتع بالكفاءة من ناحية أن الموارد البشرية والمادية تُوجَّه إلى حيث تقوم أكبر حاجة إليها وترتبط الأسعار بالتكلفة. كما أنها أيضا تصلح ذاتها بذاتها. وإذا ما حدث نقص، ترتفع الأسعار ويزداد العرض. وإذا ما حدثت تخمة فى السوق، تهبط الأسعار ويتناقص الإنتاج حتى يتوازن العرض مع الطلب.

إن التعبير الفنى لمثل هذا النوع من العمليات هو رد الفعل السلبى، ويوجد فى أكثر النظم الديناميكية استقرارًا مثل نظم التسخين المحكومة بالترموستات، والنظام الهرمونى فى الجسم الإنسانى. وعندما تحدث بداية اضطراب ما، تتغير الأسعار بقوة للتعويض عن التحركات، وهو ما يؤدى إلى إعادة التوازن. (وعكس رد الفعل السلبى، هو رد الفعل الإيجابى، الذى يقوم بتضخيم الاضطرابات فى بدايتها. ورد الفعل الإيجابى يساعد فى إحداث الانفجارات النووية، وسرعة النمو السكانى، وفقاعات الأسواق المالية). وينبغى ملاحظة أنه ليس هناك أى من هذه التعديلات يتم فرضه من أعلى: وبلغة تحليل النظم، فإنها كلها خصائص "بازغة"، تنشأ من تعدد التفاعلات الفردية. وكل رجل أعمال "لا يقصد سوى ربحه"[1]، وقد كتب آدم سميث قائلاً "وهو فى ذلك، كما هى الحال فى كثير من الحالات الأخرى، تقوده يد خفية لتحقيق هدف لم يكن جزءًا من قصده... وباتباعه لمصلحته الشخصية، فإنه غالبًا ما يروج لمصلحة المجتمع. ولم أعرف مطلقًا خيرًا أكثر من ذلك الخير الذى قام به أولئك الذين قاموا بالتجارة من أجل النفع العام".

وفى وجود هذه الآلية الرائعة للسوق، ما الذى يمكن أن يتبقى للحكومة كى تقوم بعمله؟ مع استثناءات قليلة، مثل توفير الدفاع الوطنى، والتأكد من تنفيذ

---

(1) Adam Smith, Wealth of Nations, Books 4-5, 32

القانون، يقول آدم سميث إنها ينبغى أن تلزم نفسها بالتخلص من الاتفاقات العتيقة التى تمنع الأسواق التنافسية من العمل مثل فرض أسعار تحكمية، وقيود قانونية على الدخول إلى صناعات معينة. "إن كل شخص، طالما أنه لا ينتهك قوانين العدالة فى عمله، لابد أن يترك حرًا تمامًا ليتبع مصلحته الشخصية بالطريقة التى يراها، وأن يحقق تنافس صناعته ورأس ماله مع صناعات ورءوس أموال أى شخص، أو أى أشخاص آخرين"[1].

وغالبًا ما يشار إلى هذه الفلسفة بحرية العمل ***Laissez – faire*** – وهو تعبير فرنسى يعنى دعه يعمل وحده – وفى إطار القرن الثامن عشر، كان مبدأ حرية العمل ***Laissez – faire*** يتضمن تعزيز وتقوية حقوق الملكية، وتخفيض الرسوم الجمركية على السلع المستوردة، وإلغاء ما بقى من اقتصاد العصور الوسطى – بمزاياه الإقطاعية، وقيود طوائف العمل، والاحتكارات المحلية التى تفرضها الحكومة على الإنتاج والتوزيع لسلع معينة، وموقفه العدائى ضد مقرضى الأموال، وشكوكه فى الطرق المبتكرة للإنتاج. ولو كان الاقتصاد من تلك القيود الاصطناعية، لكانت المنافسة قد ضمنت تطور العمالة واستخدام الموارد فى الاتجاه "الأكثر ملاءمة لمصلحة المجتمع بأسره". كما كتب آدم سميث. وعلى النقيض من بعض الاقتصاديين المتأخرين، فإنه لم ينفق وقتًا طويلاً فى بحث طبيعة المصالح المجتمعية، أو السبب فى وجودها بل رأى أن الواضح فى حد ذاته أن الهدف النهائى للسياسة الاقتصادية هو تعظيم ثروة البلاد، والتى كان يعنى بها القيمة الإجمالية للسلع والخدمات التى تنتجها سنويًا، أو ما نطلق عليه الآن إجمالى الناتج المحلى. وهناك قليل "آخر ضرورى لكى تصل الدولة إلى أعلى درجة من الثراء وذلك من أدنى درجات البربرية ألا وهو السلام، وسهولة الضرائب، والإدارة

---

(١) نفس المرجع السابق – صفحات ٢٧٣-٤

المتسامحة للعدل: أما كل ما بقى بعد ذلك فسيأتى فى المجرى الطبيعى للأحداث"[١]، وكان هذا ما كتبه سميث فى إحدى أوراقه البحثية عام ١٧٥٥.

ومع مناصرة سميث الحميمة لحرية التجارة، والحكومة المحدودة، والضرائب المنخفضة كان من السهل رسم صورة كاريكاتورية لآدم سميث باعتباره المتحدث المثقف للطبقة الرأسمالية، أو البورجوازية. وقد كان بالفعل، عميق الشك فى دوافع رجال الأعمال. وكما كانت تفعل جدتى، فقد كان يشك فى محاولاتهم خداع عملائهم عند أى فرصة ("نادرًا ما يجتمع الأشخاص من نفس الحرفة، حتى ولو كان ذلك للفرح والبهجة أو التسلية، ولكن دائمًا ما تنتهى المحادثة بالتآمر على الجمهور، أو للتسلية بالاتفاق على رفع الأسعار")[٢]. وهنا مرة أخرى، رغم كل شىء، تمد السوق الحرة يد النجدة. ومع مواجهة المنافسين المحتملين والفعليين من جانب الموردين المنافسين فإن أصحاب المصانع، والتجار لا يصبح أمامهم خيار سوى تخفيض هوامش أرباحهم، والاستثمار فى طرق إنتاجية جديدة، وفى عالم سميث لا يمكن تجنب المنافسة أو الدوران حولها، (وفيما بعد أطلق الاقتصاديون على ذلك اسم نظام "المنافسة الكاملة" ***perfect competition***) والمستفيد النهائى من كل هذا التنافس بين المنشآت هو المتسوق ***the shopper*** الذى يخرج لشراء أفضل المنتجات بأقل الأسعار. وبكلمات لودفيج فون ميزس ***Ludwig Von Mises***، وهو أحد اقتصاديى القرن العشرين المعجبين بآدم سميث بشكل كبير "المستهلكون هم السادة".

وقبل التحول إلى نقاط القوة ونقاط الضعف فى تحليل آدم سميث، فإن الأمر يستحق التوقف لحظة والنظر إلى الخلف للإعجاب بنطاقه. فهو ابتداء من مصنع

---

(1) Ian Simpson Ross, The life of Adam Smith (Oxford: Clarendon Press, 1995), 108

(2) Adam Smith, Wealth of Nations, Books 1-3, 232

الدبابيس، قام بتشخيص المنظومة الاقتصادية بأكملها، واصفا أعمال الأسواق الفردية، ولكن أيضًا نتيجة تفاعل عدد لا يحصى من العائلات ومنشآت أعمال في كثير، بل كثير جدًا من الأسواق. وكيف كان يبدو كتابه؟ إن الآلية التى تنظم ذاتها هى التى تقوى الدافع إلى الابتكار التكنولوجى، وإرضاء الرغبات الإنسانية، وتقليل نواحى النشاط غير المفيد، ورقابة جشع رجال الأعمال، وإثراء الجماهير. ربما كان الملحوظ بين كل ذلك، الوقود الذى يحافظ على استمرار عمل الآلة ألا وهو الأنانية البشرية. "إننا لا نتوقع أن نحصل على عشائنا من خير الجزار، أو صانع الجعة أو الخباز، ولكن من نظرتهم إلى مصالحهم الذاتية"[1]. وكتب سميث فى فقرة شهيرة "إننا نخاطب أنفسنا، ولا نخاطب إنسانيتهم، بل نخاطب محبتهم لأنفسهم، ولا نتحدث إليهم عن حاجاتنا الضرورية، ولكن عما نحققه لهم من مزايا. وليس هناك سوى الشحَّاذ الذى يختار الاعتماد بصفة رئيسية على الخير الذى يقدمه زملاؤه من المواطنين.

إن السوق الحرة ليست مجرد أعجوبة اقتصادية، ولكنها أداة شبه إلهية تأخذ أفعال الفرد المتركزة حول ذاته، وتحولها بشكل ما إلى نتائج مفيدة اجتماعيًا. وفى كلمات ميلتون ***Milto*** وروز فريدمان ***Rose Friedman***: "إن بريق عبقرية آدم سميث كان إدراكه بأن الأسعار قد بزغت من عملية اختيارية بين المشترين والبائعين – وباختصار، ففى السوق الحرة – يمكن تنسيق نشاط ملايين من الأشخاص، كل منهم يبحث عن مصلحته الذاتية بطريقة تجعل كل شخص فى حالة أفضل. لقد كانت فكرة مدهشة، حينئذ، وما زالت كذلك اليوم، وهى أن النظام الاقتصادى يمكن أن يبزغ كنتيجة غير مقصودة للأفعال، كثير من الأشخاص يسعى كل منهم لمصلحته الذاتية"[2]. كان ذلك أعجوبة صغيرة حتى أن كثيرا من

(1) *Adam Smith, Wealth of Nations, Books 1-3, 119*

(2) *Milton and Rose Friedman, Free to Choose (New York: Avon Books, 1980), 5*

اتباع آدم سميث قاموا بإيضاح حججهم بحماس شبه دينى، بانتقاد التدخل الحكومى فى الاقتصاد ليس لمجرد كونه أمرًا لا يتصف بالحكمة، بل أنه خاطئ أخلاقيًا. وهكذا يذهب الاقتصاد المثالى (اليوتوبى) إلى ما يتجاوز المذهب العلمى، ليصبح فلسفة سياسية وإيمانًا علمانيًا.

بعد موت آدم سميث فى عام ١٧٩٠، وبعد أن بلغ ٦٧ عامًا. أصبحت الطبيعة المزدوجة لميراثه أكثر ظهورًا. وفى خلال أوائل وأواسط القرن التاسع عشر، قام "الاقتصاديون الكلاسيكيون" الإنجليز، من أمثال دافيد ريكاردو ***David Ricardo***، وناساو سينيور ***Nassau Senior***، وجون ستيورات ميل ***John Stuart Mill***. بوضع وتطوير الجانب العلمى من تحليله، موضحين منطق حرية التجارة، والشرح من خلال التفاعل بين قوى السوق للكيفية التى تم بها تقسيم إيرادات منشآت الأعمال التى تولدت بين الإيجارات والأرباح والأجور. وعلى غرار سميث، فإن هؤلاء الرجال كانوا يؤمنون بأن الأسواق الحرة لها قوانين داخلية، تسعى الحكومات للتدخل بها رغم خطورتها. وقد قام جون ستيوارت ميل، وهو أحد معجزات الطفولة، والذى كان يقرأ كتابات أفلاطون، وهو فى سن السابعة، بإيضاح ذلك فى كتابه "مبادئ الاقتصاد السياسى ***Principles of Political Economy*** الذى ظهر فى ١٨٤٨. وكان لمدة أربعين سنة بعد ذلك يعتبر الكتاب المقدس للاقتصاد البريطانى. والذى قال: إن حرية العمل ***Laissez faire***، ينبغى باختصار أن تكون هى الممارسة العامة و"الانحراف فى أى يوم عنها، ما لم يكن مطلوبًا لخير أعظم، هو شر مؤكد"(١).

وفى خلال حكم الملكة فيكتوريا، التى جلست على العرش فى ١٨٣٧، أصبحت وصفة ميل هى المذهب الرسمى للإمبراطورية البريطانية. ومن كندا حتى

---

(1) M.Blaug, Economic Theory in Retrospect (Homewood, Ill. Richard D. Irwin, 1962), 201

المملكة المتحدة وحتى الهند كانت حرية التجارة والتدخل المحدود للحكومة والضرائب المنخفضة هى النظام السارى – وبموجب تعديل قانون الفقراء الصادر من عام ١٨٣٤ والذى ساعد ناساو سنيور *Nassau Senior* فى وضعه، تم إلغاء أى نوع من البر خارج الأبواب للفقراء المدقعين – وهو نوع من الخير يرجع تاريخه إلى عصر الإقطاع – ومن ثم، أصبح العمال المعوزون أو المفلسون يواجهون خيار الحصول على عمل، أو الدخول إلى "بيت العمل" الرهيب، والذى كان مؤسسة تشبه السجن حيث يقدم للعامل الخبز والزبد ولا شىء غير ذلك، وبموجب مبدأ "الصلاحية الأقل" كان الغرض من قانون ١٨٣٤ هو وَصْم التعطل وإجبار المتعطلين على قبول أى عمل متاح، بغض النظر عن الأجور التى تدفع. وبعد إخضاع العمال، من غير أصحاب الأراضى، وفقراء الحضر لنظام السوق القاسى، تولى القائمون على إصلاح السوق الفيكتورى بإدارة معاملة مماثلة تتسم بالصدمة على المزارعين. وفى عام ١٨٤٦، فى أعقاب معركة سياسية، تم إلغاء "قوانين الحبوب *The Corn Laws* التى عملت من خلال نظام للرسوم الجمركية لحماية زراع الحبوب البريطانيين من المنافسة الأجنبية، وبذلك تم فتح السوق البريطانية أمام المواد الغذائية الرخيصة المنتجة فى الغرب الأوسط الأمريكى.

وبرر الاقتصاديون الكلاسيكيون توصياتهم على أسس اقتصادية، ولكن كان هناك أيضًا عنصر أخلاقى قوى فى تعاليمهم. إذ أن مبدأ حرية العمل *Laissez-faire* كان التطبيق العلمى للفلسفة التى أكدت تأكيدًا كبيرًا على الاعتماد على النفس، وحرية الاختيار. "وكان الغرض الوحيد الذى يبرر التدخل البشرى الفردى أو الجماعى فى حرية عمل أى شخص آخر من نفس الجنس هو الحماية الشخصية". وكتب ميل فى أكثر كتبه شهرة "عن الحرية *On Liberty*" "أن الغرض الوحيد الذى يمكن أن تمارس فيه القوة بطريقة صحيحة على أى عضو فى مجتمع

متحضر، ضد إرادته، إنما تكون لمنع إحداث ضرر للآخرين. أما ما يتعلق بخيره ومصلحته، سواءً أكان ماديًا أم معنويًا، فلا يعتبر مُبرِّرًا كافيًا"(١).

وبالنسبة لتمسكهم باقتصاد السوق الحرة، وفى بعض الأحيان بسبب سخطهم المبرر أخلاقيًا، كان الاقتصاديون الكلاسيكيون، على أية حال، أقل إصرارًا وتمسكًا عن كثير من اتباعهم فى القرن العشرين. وفى نطاق بعض القيود، كانوا يرون دورًا مشروعًا للبرامج الحكومية. وفى كتابه "ثروة الأمم" عدَّدَ سميث ثلاثة واجبات وهى الدفاع عن الأمة، وإقامة العدالة، وإنشاء والمحافظة على بعض الأعمال العامة المعينة، وبعض المؤسسات العامة التى لا يهتم بها أى فرد أو مجموعة صغيرة من الأفراد، على الرغم من أنها قد تقدم خدمات أكثر كثيرًا مما تكلفت. بالنسبة للمجتمعات الكبيرة(٢).

أما الواجب الثالث على الحكومة فقد تم تحديده وتعريفه بشكل متسع جدًا بما يكفى لإدخال نطاق واسع من نواحى النشاط، مثل بناء الجسور، والمتنزهات العامة وتشغيل وإدارة المرافق العامة، مثل الصرف الصحى، ونظم الرى، وقد أضاف أتباع سميث كثيرًا إلى هذه القائمة. وقد دعا دافيد ريكاردو ***David Ricardo***، المدافع الأعظم عن حرية التجارة، إلى تأميم بنك إنجلترا الذى كان يخضع لإدارة خاصة فى ذلك الوقت؛ أما ناساو سينيور ***Nassau Senior*** على الرغم من نهجه القاسى تجاه العمال البالغين القادرين جسديًا، فكان يساند وجود نظام قومى للتعليم العام للأطفال. وكان الاقتصاديون الكلاسيكيون يساندون قوانين عمل الأطفال، ومستويات السلامة الإجبارية لأمكنة العمل والمنتجات الجديدة والتوسع فى الخدمة المدنية. وقد كتب جى. آر. ماكوللوتش ***J.R.McCulloch*** وهو أسكتلندى كثير

---

(1) John Stuart Mill, On Liberty (Millis, Mass:Agora Publications, 2003), 11

(2) Adam Smith, Wealth of Nations, Books 4-5, 32

الإنتاج وساعد كثيرًا فى الترويج لمذاهب سميث وريكاردو "إن مبادئ حرية العمل يمكن الوثوق بها بارتياح فى بعض الجوانب ولكنها غير قابلة للتطبيق بالكامل فى عديد من الجوانب الأخرى"(١) كما كتب أيضًا "والدعوة لها فى كل المناسبات التى تروج فيها روائح سياسة الببغاء أكثر من سياسة الفيلسوف أو رجل الدولة". "بل إن ميل، بارتباطه العميق بالحرية، كان إصلاحيًا اشتراكيًا صريحًا". وقد كتب فى كتابه "مبادئ الاقتصاد السياسى ***Principles of Political Economy***" "إن الوظائف المسموح بها للحكومة تضم أكثر كثيرًا مما يمكن أن يدخل فى نطاق السور الذى يطوق أى تعريف محدد، ومن الصعب إمكان العثور على مبررات عامة لها جميعًا، فيما عدا المبرر الشامل ألا وهو المصلحة العامة"(٢).

وقد كان سميث وخلفاؤه يعتقدون أيضًا أن الحكومة عليها واجب حماية الجمهور من الخداع المالى وذعر المضاربات، وهى حالات كانت شائعة ببريطانيا فى القرنين الثامن عشر والتاسع عشر. وكان النظام المالى وقتئذ نظامًا ذا طبقتين، ويتكون من عدد من البنوك الكبيرة الموجودة فى لندن وعشرات من البنوك المحلية الصغرى الموجودة فى المدن الكبيرة والصغيرة. وكان كثير من تلك البنوك المحلية يصدر سنداته الخاصة التى كانت تستخدم كنقود. وكانت هناك مخاوف دائمة فى أن تقوم البنوك بإصدار كمية كبيرة من تلك الأوراق لمقترضين لا يتمتعون بالجدارة اللازمة، ويتركون تلك البنوك معرضة للأخطار إذا ما رغب المودعون المعنيون فى سحب أموالهم. وفى الكتاب الثانى عن "ثروة الأمم ***Wealth of Nations***"، ذكر سميث حالة بنك أسكتلندى تم إنشاؤه لتقديم قروض لريادیى المشروعات المحليين ***local entrepreneurs*** – أو ***projectors*** (أصحاب المشروعات) – كما كان

---

(1) D.P.O'Brien, The Classical Economists (London: Morrison and Gibb, 1978), 272

(2) John Stuart Mill, Principles of Political Economy with Some of Their Applications to Social Philosophy (New York: Longmans, Green and Co., 1909), 800

يسميهم، وبشروط تفضيلية أكثر من المقرضين الموجودين، والذى انتهى سريعًا بعدد كبير من العملاء المحملين بديون ثقيلة. "وقدَّم البنك، بدون شك، بعض التخفيف المؤقت لأصحاب المشروعات ***projectors***، الذى مكَّنهم من تنفيذ مشروعاتهم بمهلة أطول قليلاً من سنتين عما كان يفترض عليهم الالتزام به كما كتب سميث. ولكن البنك بهذا مكنهم فقط من الانغماس بدرجة أعمق فى الدين، ولذلك عندما حدث الإفلاس كان وقوعه أثقل عليهم وعلى دائنيهم"[١].

ولمنع تكرار حالات التعثر الائتمانى، ساند سميث منع البنوك من إصدار سندات للمقرضين المضاربين. "وهذه اللوائح، قد تعتبر، بلا شك انتهاكًا للحرية الطبيعية". كما كتب سميث. "ولكن هذه الاجتهادات الصادرة عن الحرية الطبيعية لبضعة أفراد، والتى قد تعرض أمن المجتمع بأكمله للمخاطر، يجب أن يتم تقييدها عن طريق قوانين جميع الحكومات، الأكثر حرية، وكذلك الأكثر ديكتاتورية وطغيانًا. إن الالتزام ببناء حوائط حزبية، لمنع انتشار الحرائق، إنما هو انتهاك للحرية الطبيعية، تمامًا من نفس النوع ذى اللوائح المنظمة للحرفة المصرفية التى نقترحها هنا"[٢].

ونادرًا ما يذكر ألان جرينسبان وغيره من الآخرين الذين أعلنوا بأنفسهم أنهم من سلالة آدم سميث، أى شيء من آرائه المتشككة عن النظام المصرفى، والتى كان يتقاسمها كثير من الاقتصاديين فى القرن التاسع عشر، والذين يتمسكون بنظرة مواتية عن حرية السوق. وقد تتبع جون ستيورات ميل معظم التحولات الاقتصادية أمام الاضطرابات التى بزغت من النظام المالى، مثلما فعل ألفريد مارشال، الاقتصادى الفيكتورى المتأخر، الذى حل كتابه "مبادئ الاقتصاد ***Principles of Economics***"

---

(1) Adam Smith, Wealth of Nations, Books 1-3, 414

(٢) نفس المرجع السابق – صفحات *423-24*

محل كتاب ميل *Mill* الدراسى كعمل معيارى. وقال مارشال "إن حالات التضخم الائتمانى المنفلت كانت السبب الرئيسى لكل حالات الانزعاج والاضطراب الاقتصادى" ونادى بالقيام بعمل قوى من جانب السلطات النقدية لمنعها".

أما فكرة أن الأسواق المالية رشيدة وآليات تصحح ذاتها بنفسها، وهى اختراع ظهر فى السنوات الأربعين الأخيرة، وقبل ذلك، كان معظم الاقتصاديين يتعاطفون مع تشارلز ماكاى *Charles Mackay*، الصحفى ورفيق تشارلز ديكنز لبعض الوقت، والذى قارن فى كتابه الصادر عام ١٨٤١ بعنوان: *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* "الأوهام الشعبية غير العادية وجنون الجماهير"، بين جنون المضاربات، مثل جنون زهور التيوليب *Tulipomania* الذى سيطر على هولندا فى سنوات الثلاثينيات من القرن السابع عشر وفقاعة بحر الجنوب فى لندن فى عشرينيات القرن الثامن عشر، ومحاكمات الساحرة، وفورات الألفية *millennialism* وأمثلة أخرى كثيرة للجنون الجماعى. وقد استغرق التحول من رأى ماكاى *Mackay*، الأصفر المريض بشأن التمويل، إلى رأى جرينسبان المشرق، وقتا طويلاً، وكان يقوم جزئيا على الأقل، على أساس إساءة فهم نظرية اليد الخفية، التى لم يقصد سميث إطلاقا أن تطبق على التمويل، وقد بدأ التحول، بمفارقة كافية، فى ثلاثينيات وأربعينيات القرن الماضى، عندما كان يبدو أن الرأسمالية تترنح وبدأ كثير من الاقتصاديين يحبذون إحلال نظام الأسعار مع التخطيط المركزى، محلها[١].

---

(1) Charles Mackay, Memories of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds. يمكن الحصول على الكتاب من خلال الرابط: www.gutenberg.org/dirs/etest96/ppdel10.txt

الفصل الثالث

نظام فريدريش هايك للاتصالات السلكية واللاسلكية

قرأ ألان جرينسبان آدم سميث بعد الحرب العالمية الثانية بفترة قصيرة، وفقًا لما أتى به فى مذكراتـه، عندما "كـان التقـدير لنظريـات [آدم سـميث] فـى الحضيض"[١]. وبالنسبة لمعظم أولئك الناجين من الكساد الكبير والحـرب، كانـت فكرة أن اقتصاد السوق، إنما هى آلية حميدة ذاتية التنظيم ليست سوى فكرة غبيـة. وكانت النظرة الواسعة عن نظام حرية العمل ***Laissez-faire***، والحكومة صـغيرة الحجم، وانخفاض الضرائب، هى أنها مسئولة عن الكوارث فى أوائـل ثلاثينيـات القرن الماضى، عندما انخفض الإنتاج الصناعى للولايات المتحدة إلـى النـصف، ارتفع معدل البطالة إلى واحد من بين كل أربعة بل أنه بين الاقتصاديين، وخاصـة الشبان منهم، وذوى المشاركة المهنية الأقل فى الأفكار القديمة، كانت هناك نظـرة واسعة النطاق بأن الرأسمالية غير مستقرة بشكل راسخ. وكان معظم الاقتـصاديين متفقين مع كينز، الاقتصادى البريطانى والمسئول الرسمى فى الخزانة، الذى جادل بأن الطريقة الوحيدة لمنع انتشار البطالة على نطاق واسع، هو قيام الحكومة بزيادة استثماراتها بشكل كبير فى الأشغال العامة وغيرها من المشروعات، وذلـك لإدارة مستوى الطلب فى الاقتصاد.

---

(1) Alan Greenspan, Age of Turbulence, 265

على كلا جانبى المحيط الأطلنطى: تحركت الحكومات لحماية شعوبها ضد نزوات السوق وتقلباته عن طريق تقديم إعانات البطالة، والتامين الاجتماعى، وتنظيم قانوني أشد إحكامًا للنظام المالى. وفى الاتحاد السوفييتى والدول والأراضى التى كانت تدور فى فلكه، بينما كانت الجهود التى تبذل بلا فتور لاقتلاع الرأسمالية تبدو وكأنها قد أحرزت بعض النجاح، وكانت حكومة ستالين تتفاخر بأنها قد قضت على البطالة وانتشار الفقر. (ولم تكن التكلفة البشرية لهذه الإنجازات معروفة بعد لمن يعيشون فى الخارج). فإنه عندما نجح الاتحاد السوفييتى، فى ٤ أكتوبر ١٩٥٧ فى إطلاق القمر الصناعى سبوتنيك *Sputnik 1*، وهو أول قمر صناعى يدور حول الأرض، استنتج بعض المراقبين، قبل الأوان، أن الإمبراطورية الشيوعية قد تفوقت على الولايات المتحدة فى سباق السيطرة العسكرية والاقتصادية. "ومع بساطتهم ولطفهم فى بلادهم، إلا أن الأمريكيين كانوا يحسون أيضًا بنوع من المهانة فى الخارج عندما كانوا يقرؤون تقارير الصحافة الخارجية التى تدعى أن الاتحاد السوفييتى قد تفوق على الولايات المتحدة وأصبح القوة العظمى الأولى"(١) كما كتب المؤرخ جون باتريك ديجينز *John Patrick Diggins* فى روايته عقود الزهو *The Proud Decaqdes*، التى تؤرخ لأمريكا فيما بعد الحرب.

وفى مثل هذا الجو، تحول اقتصاديو السوق الحرة ليتولوا دور الوعاظ فى ديانة غامضة. وحافظوا على استدامتهم من خلال تقديم المديح والإطراء لآدم سميث واليد الخفية. وكان أهم اثنين من بين أولئك المبشِّرين هما فريدريش هايك *Friedrich Hayek* وهو نمساوى ذو نشأة طيبة، ولد فى فيينا عام ١٨٩٩، وميلتون فريدمان *Milton Friedman*، وهو مواطن فصيح من نيويورك، ولد فى بروكلين عام ١٩١٢. وفى أواخر الأربعينيات من القرن العشرين انتقل كل من هايك

---

(1) John Patrick Diggins, Proud Decades: America in War and Peace, 1941 – 1960 (New York: W.W. Norton, 1989), 312

وفريدمان إلى جامعة شيكاغو، وساعدا فى إنشاء "مدرسة شيكاغو" للاقتصاد. وما زال، فريدمان، الذى توفى عام ٢٠٠٦، اسمًا مألوفًا، بينما هايك الذى توفى عام ١٩٩٢، لا يحظى بأى معرفة أو شهرة، حتى بين الاقتصاديين أنفسهم.

وعندما بدأت فى دراسة الاقتصاد بجامعة أكسفورد فى أوائل ثمانينيات القرن العشرين، كان يُنظر إلى هايك على نطاق واسع على أنه من أنصار اليمين المتشدد. وكان هذا صحيحًا، فقد نال جائزة نوبل التذكارية فى عام ١٩٧٤ ولكن هذا كان لا يعتبر سوى ترضية سياسية فى أوساط مهنة الاقتصاديين، على أساس أن اسم هايك قد وضع ليحقق توازنًا مع فائز آخر، هو جونار مايردال ***Gunnar Myrdal***، وهو اقتصادى يسارى سويدى. (وقال مايردال فيما بعد إنه لم يكن سيقبل الجائزة لو عرف أنه كان سيتقاسمها مع هايك). كانت اقتراحات هايك لإضعاف نقابات العمال وكذلك خصخصة عرض النقود تبدو شاذة وغير تقليدية. وبذلك كان يعتبر فيلسوفًا سياسيًا تحرريًا أكثر منه اقتصاديًا ممارسًا. وقد أمضيت دراستى المعتادة ودراستى العليا فى الجامعة دون أن أقرأ أيًا من مقالاته أو كتبه، ولم أكن فى ذلك غير عادى. وحتى وقت قريب، لم يكن هناك سوى بضعة من كتب الاقتصاد المدرسية هى التى ذكرت اسم هايك، ولم تكن هناك أى إشارة متاحة عن سيرته العلمية.

كان فريدريش أوجست فون هايك ***Friedrich August Von Hayek*** – وهذا اسمه النمساوى بالكامل – أحد أبناء الأعمام البعيدين للفيلسوف لودفيج ويتجنستين ***Ludwig Wittgenstein***. وكان والده طبيبًا، بينما كانت أمه من عائلة من موظفى الحكومة الأثرياء. وبعد أن خدم كضابط مدفعية فى الحرب العالمية الأولى، التحق بجامعة فيينا، حيث درس على يد عدد من كبار الاقتصاديين

النمساويين، بمن فيهم لودفيج فون ميسيس *Ludwig von Mises*[١]. وأحد الأنصار المتحمسين لحرية السوق، والذى كتب فى أوائل عام ١٩٢٢ كتابا بعنوان: الاشتراكية: تحليل اقتصادى واجتماعى *Socialism: An Economic & Social Analysis* والذى رفض فيه فكرة التخطيط الجماعى باعتبارها غير عملية. وعندما لم يكن فون ميسيس يشتغل بالتدريس، كان يعمل فى أبريشنونجسمات *Abrechnungsmat* وهو مكتب حكومى كان يتعامل فى ديون النمسا فى فترة ما بعد الحرب، وقام بالتعاقد مع هايك كمساعد باحث. وسرعان ما هجر الاقتصادى الشاب تلك الآراء اليسارية المتواضعة التى كونها فى أثناء الحرب العظمى واتجه إلى اتباع النظرة التى تنادى بحرية العمل، وتمثل النظرة التى كان يعتنقها فون ميسيس. وكان كثير من زملائه الطلبة يجتمعون معًا فى مقهى لاندمان *Kaffee Landmaan* لبحث الماركسية والتحليلات النفسية، ولكن هايك وجد أن عدم رضائه عن هذه النظم المستحدثة يزداد مع ازدياد دراسته لها"[٢].

وفى خلال سنوات العشرينيات من القرن الماضى، عمل هايك على دراسة أسباب الدورات الاقتصادية، وكون وجهة نظر تقول إن حالات الهبوط كانت نتيجة لا يمكن تفاديها لحالات الازدهار التى سبقتها، والتى يصبح النمو فى أثنائها غير متوازن، مع تفوق الاستثمار فى الطاقة الصناعية على عرض المدخرات فى الاقتصاد. وكانت حالات الركود، وفقًا لهذا الرأى، مجرد طريقة لاسترداد التوازن بين الادخار والاستثمار. وكانت نظرية هايك، التى تضمنت حججه وظهرت فى نهاية الأمر فى كتابه الصادر عام ١٩٣١ بعنوان "الأسعار والإنتاج" *"Prices and Production"*

---

(1) Background on Freidrich Hayek: See John Cassidy, "The Price Prophet," New Yorker, February 7, 2000

(2) F.A. Hayek, in Stephen Kresge and Leif Wenar, eds., Hayek on Hayek (Chicago: University of Chicago Press, 1994), 49

والذى جذب الانتباه فى إنجلترا، حيث كان كينز ومساعدوه الشبان فى كامبريدج يقومون بوضع النظرية التى تقول بأن نقص الطلب الكلى فى الاقتصاد هو الذى يسبب حالات الركود، وأن الزيادة فى الإنفاق الحكومى يمكن استخدامها لاستعادة الرخاء. وفيما بعد الحرب العالمية الثانية، قامت كل الحكومات فى جميع أرجاء العالم باتباع النظرية الكينزية باعتبارها الإطار الإرشادى للسياسة، ولكنها فى أوائل الثلاثينيات من القرن العشرين كانت ما تزال جديدة ومحل جدل ونقاش. وقد كان ليونيل روبنز ***Lionel Robbins***، وهو أحد الأساتذة المشهورين فى مدرسة لندن للاقتصاد ***London School of Economics***، وأحد الاقتصاديين المدافعين عن وجهة النظر التقليدية التى تقول بأن حالات الركود "هى العلاج الشافى الطبيعى"، "***Nature's cure***" وأن الطريقة الوحيدة لإحباطها إنما تكون من خلال تخفيض الأجور وتصغير حجم الحكومة. واكتشف روبنز، الذى كان يقرأ الألمانية، أعمال هايك ورأى فيه حليفًا محتملاً ضد كينز. وقام بدعوة هايك إلى مدرسة لندن للاقتصاد (***LSE***) فى عام ١٩٣١ كضيف محاضر، وبعد سنة أصبح أستاذًا دائمًا بها.

ومع وصول هايك إلى لندن، كان المسرح مُعَدًّا لنقاش ثقافى ملحمى. وعمل هايك للمحافظة على استمرار الأشياء مع مراجعة نقدية لكتاب كينز الصادر عام ١٩٣٠، بعنوان "رسالة عن النقود" "***A Treatise on Money***"، الذى قام بالتوسع فى تعريف الادخار باعتباره سببًا لحالات الركود، وقال إن الكتاب تنقصه نظرية سليمة عن الاستثمار الرأسمالى وأسعار الفائدة. – وهى ناحية كان الاقتصاديون النمساويون يرون أنها رئيسية فى حالات الهبوط الاقتصادى. وفى عام ١٩٣١، قام كينز برد الهجوم، واصفًا كتاب هايك عن الأسعار والإنتاج، بأنه "أحد أكثر حالات التخبط والتشويش التى قرأتها، على الإطلاق". وسرعان ما أصبح من الواضح، أنه على الرغم من الآمال التى وضعها روبنز عليه، إلا أن هايك بلهجته الإنجليزية

الواضحة وأحيانًا لغته غير الواضحة، لم يكن ندًا كفئًا لكينز، الذى كان كاتبًا ومحاورًا موهوبًا. وكان هايك غير معروف، بينما كان كينز قد أصبح شخصية عامة منذ صدور كتابه "العواقب الاقتصادية للسلام" فى عام ١٩١٩ "The Economic Consequences of the Peace" والذى صدق ما تنبأ به فيه بشأن عقوبات اتفاقية فرساى وأنها ستخلق صعوبات ضخمة.

وبدلاً من الاستمرار فى الجدل علنًا مع هايك، قام كينز بدعوته إلى كامبريدج حيث تناولا العشاء بكلية كينج **King's College** وتحدثا مع بيير صرافا **Piero Sraffa** وهو أحد الاقتصاديين الإيطاليين الشبان اللامعين الذى كان قد كتب أيضًا منتقدًا نظريات هايك. وبالاتصال بين الاثنين، استمتع كل من المتحفظ عاشق الجمال وساكن كامبريدج والنمساوى المحافظ بصحبة بعضهما البعض، وتقاسما حبًا للكتب القديمة من بين أشياء أخرى. وكتب كينز إلى زوجته ليديا "لقد كان هايك هنا فى خلال عطلة نهاية الأسبوع، فى مارس ١٩٣٣. قد جلست إليه فى البهو، الليلة الماضية، وتغديت معه فى منزل بييرو اليوم، وقد كنا فى صحبة رائعة فى حياتنا الخاصة، ولكن ما هذه النفايات التى تمثلها نظريته".

وكسب كينز المناقشة الكبرى. حتى قبل أن يكتب "النظرية العامة للعمالة والفائدة والنقود **The General Theory of Employment, Interest & Money**" والذى صدر فى عام ١٩٣٦، وكان معظم البريطانيين يرفضون نظرية هايك عن دورة الأعمال التى فشلت فى تقديم كثير من الإرشادات عن كيفية إنهاء الكساد. وعلى الرغم من هزيمة كينز له، إلا أنه قد استمتع كثيرًا بالوقت التى قضاه فى إنجلترا. ولما كان هايك يتحلى بالعادات الجميلة والأخلاق الحميدة التى كانت سائدة فى فيينا قبل الحرب، فقد وقع فى حب المجتمع البريطانى المتعلم التى كان يتقاسم معه كثيرًا من نفس الخصال. وكان يعمل فى بيته فى الصباح ويذهب إلى مدرسة

لندن للاقتصاد (*LSE*) بعد الظهر، وغالبا ما كان يتوقف للغذاء فى نادى الإصلاح *The Reform Club*، فى بول مول. وكان السمينار الذى يقوم بتدريسه مع روبنـــز قد اجتذب عددًا كبيرًا من الاقتصاديين الذين أصبحوا من المشاهير فيما بعد، بمـــن فيهم جون كينيث جالبريث، وجون هيكس، ونيكولاس كالدور. وكان جالبريث فـــى زيارة لكامبريدج من هارفارد، وكان يركب القطار إلى لندن للحضور، وقد وصف هايك فيما بعد بأنه "أحد ألطف الناس أخلاقًا، ومن أكثر العلماء تعمقًا، وعـــادة مـــا يكون من أكثر الناس الذين عرفتهم، قبولاً، ولكنه أضاف أن السيمنار "ربما كـــان أكثر الاجتماعات الهجومية المليئـــة بالأصـــوات فـــى تاريخ التعليم الاقتـــصادى على الإطلاق".

وعندما وجد هايك أن آراءه الخاصة بالاقتصاد الكلى يزداد تجاهلها، تحـــول إلى موضوعات أخرى، مثل تكثـــف النـــزاع بـــين أنـــصار المـــذهب الجمـــاعى *Collectivists*(*) وأنصار حرية السوق. ومع استمرار الكساد العظيم، كان بعـــض الاقتصاديين ذوى الميول اليسارية يجادلون بأن اتباع التخطيط المركزى ســـيؤدى إلى التمكن من توجيه الموارد إلى النواحى الاجتماعية المفيدة مع تجنب تذبـــذبات الارتفاع والانخفاض الرأسمالية. وفى محاولة لبناء طريق وسط بين حرية العمـــل والشيوعية، كان هؤلاء الاقتصاديون يساندون شكلاً من أشكال "اشتراكية الـــسوق" "*Market Socialism*" الذى يحقق المزج بين ملكية الدولة للصناعات الرئيسية مـــع نظام سعرى معدل: أى أن يقوم المخطط المركزى بتحديد بعض الأســـعار ويقـــوم السوق الحر بتحديد الأسعار الأخرى. أما هايك الذى كان قد قام بتحرير كتاب يضم مجموعة من المقالات عن التخطيط الجماعى. فقد كانت تساوره شـــكوك مرتفعـــة بشأن الفكرة – ومع عدم وجود منافسة حقيقية، تساءل كيـــف يمكـــن للحكومـــة أن

(*) *Collectivism* = الجماعية، مذهب مبنى على سيطرة الشعب علـــى جميـــع وســـائل الإنتـــاج والتوزيع (المترجم).

تعرف ما هى الأسعار التى تقوم بتحديدها، وكيف يتمكن مديرو المصانع من معرفة السلع التى ينتجونها وبأية كميات؟ وقد كتب فى إحدى المقالات عام ١٩٤٠ "افتراض أن كل هذه المعرفة ستكون أوتوماتيكيًا تحت تصرف سلطة التخطيط يبدو، بالنسبة لى، أنه قد أخطأ النقطة الرئيسية"(١).

كان هايك يعتقد، مع بعض المبررات، أن كثيرًا من نقاد حرية السوق تجاهلوا الدور الذى لعبته فى تنسيق أفعال ونواحى نشاط ملايين من العملاء الفرديين والمنشآت، الذين تختلف رغباتهم وقدراتهم. وقد أشار فى وقت مبكر من عام ١٩٣٣ إلى السوق باعتباره "آلية ضخمة شديدة التعقيد"(٢) تقوم "بالعمل وحل المشاكل، غالبًا بوسائل برهنت على أنها الوسائل الوحيدة الممكنة التى يمكن عن طريقها تحقيق النتائج". وفى عام ١٩٣٧، أصدر هايك ورقة بحثية بعنوان "الاقتصاد والمعرفة"، وعلى الرغم من عدم اجتذابها إلا لقليل من الاهتمام فى ذلك الوقت، إلا أنها كانت علامة على أول ظهور لإسهامه المهم والدائم فى علم الاقتصاد وهو الاقتراح بأن أسعار السوق إنما هى أساسًا وسيلة لمقارنة وفحص وإرسال المعلومات. والأنظمة المركزية ربما تبدو جذابة على الورق، وجادل هايك بأنها لا يمكن أن تتعامل مع مشكلة "تجزئة المعرفة **Division of Knowledge**، التى وصفها بأنها "المشكلة الرئيسية الحقيقية فى الاقتصاد كعلم اجتماعى"(٣).

---

(1) F.A. Hayek, "Socialist Calculation", collected in Individualism and Economic Order (Chicago: University of Chicago Press), 202

(2) W.W. Bartley III and Stephen Kresge, eds., The Collected Works of F.A. Hayek, Volume III: The Trend of Economic Thinking – Essay on Political Economists and Economic History (Chicago: University of Chicago Press, 1991), 26

(3) F.A. Hayek, "Economics and Knowledge," collected Invidualism and Economic Order, 50

وحتى يمكن فهم ما كان يقوله هايك، عليك أن تتخيل المهمة التى تواجه المخطط المركزى فى اقتصاد جماعى. إذ أنه قبل أن يقرر إلى أين يوجه المتاح من المواد الأولية والعمال، يحتاج إلى معرفة ما هى السلع التى يطلب الناس شراءها، وكيف يمكن إنتاج هذه السلع بأرخص الأسعار. ولكن هذه المعرفة لا توجد إلا فى عقول المستهلكين الأفراد ورجال الأعمال، وليس فى خزائن ملفات "أو فى ذاكرة الحاسبات، كما حدث فيما بعد" جهة التخطيط. وما لم يتمكن المخطط المركزى من إيجاد طريقة ما لاستنباط أو استنتاج هذه المعلومات، فإنه لن يتمكن من توجيه العمال والمواد الأولية إلى أفضل الاستخدامات الإنتاجية لهم، ولن تكون النتيجة سوى الإهدار الكبير للموارد. وفى أى اقتصاد، كما كتب هايك فى إحدى أوراقه البحثية عام ١٩٤٥ بعنوان "استخدام المعرفة فى المجتمع" ***The Use of Knowledge in Society*** تكون المشكلة المركزية هى "كيفية ضمان أفضل استخدامات للموارد المعروفة لأى عضو من أعضاء المجتمع، وللأغراض التى تكون أهميتها النسبية معروفة لأولئك الأفراد فقط. أو، للتلخيص، إنها مشكلة استخدام المعرفة التى لا يحصل عليها أى فرد فى مجموعها كاملة"(١).

إن الميزة الكبرى لتنظيم الإنتاج فى نظام السوق، كما يشير هايك، هى أن المنشآت لا تحتاج إلى الخروج وسؤال المستهلكين عن الأشياء التى تقوم بصناعتها وما مقدارها: والأسعار تقوم بنقل هذه المعلومات. فإذا كان المستهلكون يريدون كمية أكثر من الصابون الجيد، مثلاً، تزيد على ما يوفره السوق، سترتفع لأسعار، فى إشارة إلى منشآت الأعمال بأنها ينبغى أن تزيد الإنتاج. أما إذا كانت المنشآت تنتج بالفعل كميات من الصابون أكبر مما يريد المستهلكون شراءه، فإن أسعاره ستهبط، مع إشارة للمنشآت بأنها ينبغى أن تخفض الإنتاج. وتنطبق العملية نفسها

---

(1) F.A. Hayek, "The Use of Knowledge in Society," collected in Individualism and Economic Order, 71-78

على المواد الأولية مثل القصدير. فإذا ارتفع الطلب على القصدير، ربما بسبب اختراع عملية إنتاجية جديدة لاستخدامه، وارتفع سعره نتيجة لذلك ربما بشكل حاد فإن هذا سيرفع المستخدمين الحاليين للقصدير إلى الاقتصاد فى استخدامه، كما أنه سيشجع القائمين بتعدين القصدير على أن يقوموا بتوفير وعرض كميات أكبر.

"ويجب علينا أن ننظر إلى نظام الأسعار باعتباره.. آلية لإبلاغ المعلومات، إذا ما كنا نريد أن نفهم وظيفته الحقيقية" هكذا كتب هايك، ومضى ليقول "والمعجزة هى أنه فى حالة مثل هذه تتعلق بندرة إحدى المواد الأولية، بدون أن يصدر أمر بذلك، وربما بدون معرفة أكثر من عدة أشخاص لا يزيدون على عدد أصابع اليد الواحدة بالسبب، يتم دفع عشرات الألوف من الأشخاص الذين لا يمكن التأكد من هوياتهم قبل مرور شهور من الاستقصاء، لاستخدام المادة أو منتجاتها بطريقة أكثر إفراطًا، أى أنهم يتحركون فى الاتجاه الصحيح... وقد قمت باستخدام كلمة "معجزة" لكى أصدم القارئ وأخرجه من شعور التسامح، الذى غالبًا ما يجعلنا نأخذ عمل هذه الآلية كأمر مسلم به. وإننى مقتنع بأنه إذا كانت هذه الآلية هى النتيجة لعمل وتصميم بشرى متعمد.. فإن هذه الآلية كان سيتم الترحيب بها باعتبارها إحدى الانتصارات الكبرى للعقل البشرى"[1].

إن وصف هايك لحرية السوق باعتبارها وسيلة تنسيق كان صدى لما ورد فى "كتاب ثروة الأمم" إلا أنه تجاوزه. كما أن اليد الخفية تبدو شيئًا سحريًا وغير دنيوى. أما الاستعارة التى استخدمها هايك واعتباره السوق "نظامًا للاتصالات *System of telecommunication*" فكان وصفًا مباشرًا ومتخصصًا بدرجة أكبر. وهو يساعد على تفسير كيفية عمل الأسواق – من خلال نقل إشارات الأسعار –

---

(1) F.A. Hayek, "The Use of Knowledge in Society," collected in Individualism and Economic Order, 86-87

وأيضًا السبب فى صعوبة نسخها وتكرارها. وقد كتب هايــك قــائلاً "إن الحقيقــة الأكثر أهمية ومغزى عن هذا النظام [السوق] هو اقتصاد المعرفة الذى يعمل وفقًــا له، أو مدى قلة المطلوب معرفته من جانب المشاركين الأفراد حتى يتمكنــوا مــن اتخاذ الإجراء السليم، وبشكل مختصر ومن خلال نوع من الرمز، فإن المعلومــات الأكثر أساسية يتم توصيلها، ولا يتم توصيلها إلا لمن يعنيهم الأمر"(١).

لقد أظهر تاريخ الكتلة السوفييتية ما يحدث عندما تقوم الحكومات باســتبدال إشارات أسعار السوق بالتخطيط المركزى ويتم تحديد الأسعار إداريًــا. وكإحــدى الطرق لزيادة إنتاج السلع الأساسية، مثــل الــصلب والقمــح، أثبتــت الجماعيــة **Collectivism** قدرًا كبيرًا من الفعالية. ولكن بمجرد تحرك الاقتصادات الــشيوعية إلى ما بعد مرحلة التصنيع، فإنها لم تتمكن من الصمود فــى مواجهــة الطلبــات المختلفة والمتنوعة لمجتمع يقوم على أساس تحقيق رغبات المستهلك. كمــا كــان يفتقر إلى الابتكار والمعلومات عن تفضيلات المستهلكين، التى يبدو أنها ضــاعت أو تم تجاهلها. وحتى بعد قيام الحكومة السوفييتية برئاسة ميخائيــل جورباتــشوف بتحرير بعض الأسعار، استمرت حالات النقص والفوائض سائدة فى السوق، وهــو ما يؤكد حجة هايك بأن محاولات خلق اشتراكية السوق كان مصيرها الانهيار.

وفى كتابهما الصادر عام ١٩٩٠ بعنوان "نقطة التحول: إعادة الحيوية إلــى الاقتصاد السوفييتى ***Turning Point: Revitalizing the Soviet Economy***" يستدعى نيكولاى شميليف ***Nikolai Shmelev*** وفلاديمير بوبوف ***Vladimir Popov*** ذكرى ما حدث عندما قامت الحكومة فى موسكو بزيادة السعر الذى تدفعه مقابل جلود حيوان الخلد ***Moleskins***(*)، بغرض تشجيع الصيادين على زيادة ما يوردونــه مــن هــذه

---

(١) نفس المرجع السابق.

(*) *mole* = حيوان الخلد، وهو حيوان يعيش تحت الأرض له فراء بنى فاتح إلى الرمادى الغامق. ويستخدم الفراء فى صناعة الملابس والقبعات للسيدات (المترجم).

الجلود. "وازدادت مشتريات الدولة، وأصبحت جميع مراكز التوزيع مليئة بهذه الجلود. وأصبحت الصناعة غير قادرة على استخدامها كلها، وغالبًا ما أدى ذلك إلى تعفنها فى المخازن قبل البدء فى تصنيعها. وقد طلبت وزارة الصناعات الخفيفة من جوسكوميستين ***Goskomsten*** مرتين أن تقوم بتخفيض أسعار الشراء، ولكن لم يتم اتخاذ قرار بشأن المسألة بعد. وهذا أمر لا يثير الاستغراب؛ إذ أن الأعضاء عادة ما يكونون مشغولين جدًا بحيث لا يمكنهم اتخاذ القرار. فهم ليس لديهم وقت، إذ أنه فضلاً عن ضرورة تحديد أسعار تلك الجلود، فإن عليهم متابعة أسعار ٢٤ مليون سعر"(١) ولم يثر هذا أى استغراب لدى هايك. إن فكرة حرية السوق كنظام يتولد تلقائيًا فى نفس اللحظة من أجل "استخدام المعرفة". كان هذا ما قاله هايك لأحد من عقدوا معه لقاءً فى وقت متأخر من حياته، "وكان هذا أساسًا ليس فقط لآرائى الاقتصادية ولكن أيضًا لكثير من آرائى السياسية.. وكمية المعلومات التى يمكن للسلطات أن تستخدمها دائمًا ما يكون محدودًا جدًا، والسوق يستخدم كمية لا نهائية وأكبر كثيرًا من المعلومات التى يمكن أن تستخدمها السلطات".

وإذا ما عدنا إلى الأربعينيات من القرن العشرين، عندما كوّن هايك أفكاره عن المعلومات، لم تكن هناك أى إشارة تدل على احتمال انهيار الشيوعية: وبالنسبة لمعظم المراقبين، بدا أن حرية العمل كانت الأيديولوجية التى مضى زمانها. وفى عام ١٩٤٢، قام جوزيف شومبيتر ***Joseph Schumpeter***، وهو نمساوى آخر من أنصار الأسواق الحرة، وقام بالتدريس فى هارفارد، بنشر كتاب بعنوان "الرأسمالية والاشتراكية والديمقراطية ***Capitalism, Socialism & Democracy***" الذى ذكر فيه

---

(1) Nikolai Shmelev and Vladimir Popov, The Turning Point: Revitalizing the Soviet Economy (London: I.B. Tauris, 1990), 170 مقتبس من كتاب *Thomas Sowell, Basic Economics: A Citizen's Guide to the Economy,3rd ed. (New York: Basic Books, 2007), 17*

أن الرأسمالية ذاتها معرضة للانهيار وأن البيروقراطية هى البديل. وكان هايك يخشى المستقبل بنفس القدر، وكتب نصًا شعبيًا يدافع فيه عن قيم حرية الأسواق. وكما كان الحال مع أبطاله من المثقفين مثل آدم سميث وجون ستيوارت ميل، امتد دعم هايك للحرية إلى ما يتجاوز الاعتقاد بفائدتها الاقتصادية، وكان يرى أن السوق الحرة هى الضمان الفعال الوحيد للحرية الفردية، وكان رد فعله شديد العمق تجاه ما رآه يحدث حوله فى بريطانيا العظمى.

فى أثناء الحرب العالمية الثانية، قام سير ويليام بيفريدج ***Sir William Beveridge*** الزميل السابق لهايك فى مدرسة لندن للاقتصاد (***LSE***)، بإصدار ورقتين بحثيتين كان لهما أثر كبير. الأولى كانت "تقرير عن التأمين الاجتماعى والخدمات المرتبطة به ***Report on Social Insurance and Allied Services***" والثانية كانت بعنوان "العمالة الكاملة فى مجتمع حر ***Full Employment in a Free Society***" التى وضعت القاعدة الفكرية لدولة الرفاهية فيما بعد الحرب. ومثل كينز، كان بيفريدج عضوًا فى حزب الأحرار بدلاً من أن يكون اشتراكيًا. وقد وافق كينز على أن الرأسمالية تحتاج إلى إشراف رشيد، وإذا ما تركت دون رعاية أو اهتمام فإن النتيجة ستكون هى الكساد فى جميع أرجاء العالم والفاشية فى نهاية الأمر. ولم يقبل هايك أبدًا الحجة التى تقول بأن الفاشية كانت ظاهرة رأسمالية. وكان يرى أن ستالين وهتلر ليسا سوى خلتين فى نفس دولاب الملابس، وأن العلامة على الدولاب كانت تقرأ "الجماعية ***Collectivism***". وقد أهدى كتابه المعنون "الطريق إلى العبودية ***The Road to Serfdom***" "إلى جميع الاشتراكيين من جميع الأحزاب"، وهى إشارة واضحة إلى الاشتراكية القومية.

وقد خصص الجزء الأكبر من الكتاب للتخطيط المركزى. وكرر هايك الحجج عن الأسعار والمعلومات التى قدمها فى أوراقه الأكاديمية، ولكن اهتمامه

الرئيسى كان موجهًا نحو تطوير آثارها السياسية. وعندما كان على الحكومة أن نقرر عدد الخنازير التى يجب تربيتها أو عدد الحافلات التى ينبغى تسييرها، فإن هذه القرارات لا يمكن استنباطها بصفة كاملة من المبادئ الاقتصادية، كما قال هايك. وتخصيص الموارد يتضمن لا محالة قيام نزاعات بين مختلف المجتمعات والمناطق. ويجب على المخطط المركزى أن يختار بين الخيارات المتنافسة، وهو فى قيامه بهذا الدور تكون فى حيازته سلطات هائلة على الاقتصاد وعلى حياة الناس. وقد كتب هايك فى هذا الصدد "فى نهاية الأمر، لابد أن تقرر وجهات نظر شخص ما، ويجب أن تصبح هذه الآراء جزءًا من قانون البلاد" وهو تمييز جديد للطبقات يفرضه الجهاز الحكومى المتشدد على الجمهور[١]: والتخطيط يؤدى إلى الديكتاتورية، نظرًا لأن الديكتاتورية هى أكثر الأدوات فعالية للتشدد وإنفاذ المثاليات، وهى بهذا تعتبر أساسية إذا ما كان المطلوب هو إمكان تنفيذ التخطيط المركزى على نطاق واسع[٢].

وبقدر ما كان مدى التنظيم للاقتصادات الشيوعية، فإن حجة هايك، كانت حجة نافذة على الأقل فى وقتها، حيث كانت كل الجهود الموجهة لبناء اقتصاد مركزى تمامًا قد تضمنت حكم حزب واحد. ولكن هدف هايك الرئيسى لم يكن الاتحاد السوفييتى أو الصين، بل حجته كانت أن بريطانيا وفرنسا، وغيرهما من الديمقراطيات الاشتراكية الأوروبية بل وحتى الولايات المتحدة كانت تقف على بعد خطوة واحدة فقط من الشمولية الاستبدادية. "إننا نهجر بسرعة ليس مجرد آراء كوبدن **Cobden** وبرايت **Bright**، أو آدم سميث وهيوم، أو حتى آراء لوك وميلتون، ولكن واحدة من الخصائص الواضحة للحضارة الغربية كما نمت من

---

(1) F.A. Hayek, The Road to Serfdom (Chicago: University of Chicago Press, 1994), 82

(٢) نفس المرجع السابق، صفحة ٧٨

الأسس التى وضعتها المسيحية واليونانيون والرومان"[١]. هكذا كتب هايك واستمر يقول "إن الفردية الأساسية التى ورثناها من إرازموس *Erasmus* ومونتان، ومــن شيشرون وتاسيتوس، وبريسلز وثوكيديس يتم هجرها تدريجيا بــصفة مــستمرة. وهكذا قام فى فقرة واحدة، بمقارنة بريطانيا تشرشل وأتلــى *Churchill & Attlee* بألمانيا النازية. ومع أن بضعة أشخاص فقط، إن حدث ذلك، هم الذين يحتمــل أن يكون لديهم الاستعداد لابتلاع الشمولية الديكتاتورية بالكامل، فليست هنــاك ســوى بضع إشارات فردية لم تلق استحسانًا من شخص أو آخر[٢]. وفى الواقع، نادرًا مــا كانت هناك ورقة من كتاب هتلر لم يقترح شخص، أو آخر فى إنجلترا أو أمريكــا التوصية بالعمل بها واستخدامها لأغراضنا".

كانت هذه طريقة غريبة لعرض حالة الرفاهة الأوروبية والبرنامج الجديــد لروزفلت *Rossvelt's New Deal*. ومن أكثر الأبعاد دقة وســلامة، فــإن التــأمين الصحى، والتأمين الاجتماعى، والتعليم الممول من الدولة، وبرامج التنمية الإقليمية كلها تعتبر انتهاكات لمبدأ حرية العمل، ولكن أيًــا منهــا لــم يــصطدم بــالجوهر الصنــاعى والمــالى لنظــام حــرية المشــروعات، وقد كانت لألفــين هانــسن *Alvin Hansen*، عميد الكينزيين الأمريكيين، وجهة نظر عندما كتب فى الجمهورية الجديدة *The New Republic* "إن هذا النوع من الكتابات ليس عمليًا بل هــو يــرى العفاريت والغيلان تحت كل سرير". وفى كتابه "الطريق إلى العبوديــة *The Road to Serfdom*" وفى أعماله الأخرى، أهمل هايك أن يذكر بعض الحالات الخطيــرة لفشل نظام السوق. وفى ثلاثينيات وأربعينيات القرن العشرين كان واضحًا بشدة أن الأشخاص العاديين يحتاجون إلى عناية طبية جيدة، وإلى هواء يمكــن استنــشاقه،

---

(1) *F.A. Hayek, The Road to Serfdom (Chicago: University of Chicago Press, 1994), 17*

(٢) نفس المرجع السابق. صفحة ٢٠٢

وإلى مال يمكنهم التقاعد معه، وفشل السوق فى تقديم هذه الأشياء. لماذا حدث ذلك؟ لم يقدم هايك أى إجابة، ولم يبد عليه حتى اهتمام بالمسألة.

لم يحظ كتاب هايك المرجف والمثير عن "الطريق إلى العبودية" بتحقيق مبيعات ذات بال، حيث كان هناك دعم عام لتحقيق حالة الرفاهية، إلا أنه فى الولايات المتحدة، حيث كان الشك فى الحكومة عميقًا، تم الترحيب بهايك على أساس أنه مُلهَم وذو بصيرة. وفى استعراض الكتب لجريدة نيويورك تايمز، كتب هنرى هازليت ***Henry Hazlitt*** وهو أحد المعلقين الاقتصاديين المحافظين، مديحًا وإطراء. ثم سارعت مجلة ريدرز دايجست ***Readers Digest***، التى كانت حينئذ صوت المحافظة التى تخشى الله، بنشر نسخة مركزة من مجلد هايك، التى نشرتها ***The Book of the Month Club***، والتى باعت منها ستمائة ألف نسخة. ولدى وصول هايك إلى نيويورك فى أوائل عام ١٩٤٥، كان أحد المشاهير، وقد قال له ممثله فى النشر "إن القاعة لا تتسع إلا لثلاثة آلاف شخص، ولكن هناك أعداد كبيرة أخرى"(١). وكان يقول ذلك وهما فى طريقهما إلى قاعة المدينة ***Town Hall***، وهى مسرح فى وسط حى مانهاتن.

أجاب هايك "يا إلهى. إننى لم أفعل شيئًا كهذا مطلقًا، أنا لا يمكن أن أفعل هذا" "لقد تم إعلان كل شىء، إن الناس فى انتظارك".

ولدهشته، أحب هايك فن الخطابة، وسافر فى أرجاء البلاد لمدة خمسة أسابيع. وكان الكتاب، وجولته بشأن الكتاب، سببًا فى شهرته فى الولايات المتحدة، وفى عام ١٩٥٠ عرضت عليه لجنة الفكر الاجتماعى بجامعة شيكاغو وظيفة. ولما كان يشعر بعدم التقدير فى لندن، فضلاً عن طلاقه حديثًا، فقد قبل الدعوة وانتقل إلى شيكاغو. وهكذا تحرر إلى حد كبير من عبء التدريس، وانسحب من الاقتصاد

---

(1) Recounted in Hayek and Hayek, 105

وخصص نفسه بصفة رئيسية للمسائل السياسية والفلسفية. وفى حلقتـه الدراسـية الأسبوعية "التقاليد الليبرالية" – كان هايك يستخدم دائمًا كلمة "ليبرالى" بمعناها فـى القرن التاسع عشر الخاص بحرية العمل – وكان يغطى مجموعة مهيبة ورائعة من المفكرين، ابتداءً من لوك ***Locke*** مرورًا بآدم سميث وميل وحتى فـون ميـسيس. وكان ميلتون فريدمان من بين الحاضرين المنتظمين للسمينار.

وفى عام ١٩٦٠، أصدر هايك ما يعتبره كثيرون ألطف كتبه، وهو بعنـوان "دستور الحرية ***Constitution of Liberty***" وهو دفاع عريض النطاق عن الفرديـة وحرية السوق. وقد وجد أن الجو الثقافى فى جامعة شيكاغو ملائم ومناسب، إلا أنه كان يحن إلى أوروبا. وفى عام ١٩٦٢ قبل منـصبًا بجامعـة ألبـرت لـودفيج – فرايبورج ***Albert-Ludwigs-Universitat, Freiburg***، وهى كلية صغيرة ارتبطـت باسم لودفيج إيرهارد ***Ludwig Erhard*** مؤسس اقتصاد السوق الاجتماعى ***Social Market Economy***. وكان أحد الأسباب لتغيير مكان إقامتـه سـببًا ماليًـا، إذ أن منصب الأستاذية بفرايبورج، كان يقدم معاشًا، وهو ما لـم تقدمـه وظيفتـه فـى شيكاغو. وكان هايك يحب مناظر الغابة السوداء، ولكن عودته إلى أوروبا لم تكـن ناجحة تمامًا. إذ أنه فى خلال السنوات المتأخرة من الستينيات فى القرن العشرين، بدأ يعانى من اكتئاب عميق يشل حركته. "كنا قد اعتدنا الحـديث تليفونيًـا، وكـان بإمكانى أن أخبره بأنه مكتئب"(١) هكذا أخبرنى ابن هايك، الدكتور لورانس هايـك، فى عام ٢٠٠٠، عندما كنت أبحث إحدى المقالات عن هايك. "لم يكن بإمكانـه أن يستجمع أى قوى ليفعل أى شيء". وكان هايك نفسه يعزو مـشاكله العقليـة إلـى انخفاض السكر فى دمه، والذى لم يشخصه أطباؤه، ولكن الآخرين كـانوا يـرون خلاف ذلك. وقد أخبرنى ميلتون فريدمان فى عام ١٩٩٩ أنه "كان مكتئبًـا" وكمـا

---

(1) John Cassidy, "The Price Prophet," New Yorker, February 7, 2000

أظن، فإن ذلك يرجع فى الغالب إلى أنه رأى أن ظروف وأحـوال العـالم تـدعو للاكتئاب، كما كان يشعر أنه "لم يتلقَ نوع التقدير الذى كان يتمناه". وبعد أن تقاعد هايك فى عام ١٩٦٨، انتقل إلى جامعة سالزبورج، التى لم يكن بهـا حتـى قـسم اقتصاد سليم، ولكنها كانت أقرب إلى موطنه الأصلى فيينا.

وفى ظل المناخ الثقافى السائد فى ذلك الوقت، كانت جائزة نوبـل مفاجـأة كاملة لهايك، وأوحت إليه أن يبدأ الكتابة من جديد. "منذ بـضع سـنوات، جرَّبـت التقاعد لكبر السن، ولكننى اكتشفت أننى لم أحبه". ومع التقدير الأكاديمى الذى جاء متأخرًا، أتى النفوذ السياسى، وخاصة فى بريطانيا العظمى، حيث كان محبو هايك بمن فيهم مارجريت تاتشر، التى أصـبحت فـى عـام ١٩٧٥ زعيمـة لحـزب المحافظين. وفى أثناء زيارة لها إلى إدارة البحوث بالحزب، ألقـت مـسز تاتـشر بنسخة من كتاب "دستور الحرية" بشدة على المنضدة وقالت "هذا هو ما نؤمن بـه". وفى عام ١٩٨٨، وكان عمره تسعة وثمانين عامًا وقتئذ، أصدر هايك كتابًا بعنوان "الغرور القاتل" ***The Fatal Conceit*** وهو كتاب واسع الثقافة والموضوعات، أكـد على الطبيعة التطورية للرأسمالية. وعند طريق التعلم التـدريجى لاتبـاع بـضع قواعد، مثل كيفية تبادل السلع مقابل النقود، والمحافظـة علـى احتـرام الملكيـة الخاصة، والعمل بأمانة، لقد عثر الإنسان على طريقة فريدة فعالة لتنسيق النـشاط الإنسانى وقد جادل هايك بأن الاشتراكية محاولة فاشلة لقلب العمليـة التطوريـة. وبعد عام واحد، انهار حائط برلين ودخلت الشيوعية فى مرحلة آلام موتهـا. ولـم يصدر هايك أى بيان عام، ولكنه كان يستمتع كثيرًا برؤية الصور الآتية من برلين وبراج، وبوخارست عبر البث التليفزيونى. "وكان وجهه يشرق متعاطفًـا" هكـذا أخبرنى ابنه لورانس وكان تعليقه هو "لقد قلت لك ذلك".

الفصل الرابع

أسواق لوزان الكاملة

كانت رؤية هايك لحرية السوق كنظام لتشغيل المعلومات إحدى البصائر العظيمة للقرن العشرين، ولكنها أثارت أيضًا سؤالاً دقيقًا هو: كيف يمكننا التأكد من أن الإشارات السعرية التى يرسلها السوق هى الإشارات الصحيحة، وليس مجرد سقوط نظام التخطيط المركزى، يعنى بالضرورة أن يعقبه قيام الأسواق بالعمل السليم دائمًا. إن مجرد حجم ونطاق مشكلة التسعير يخطف الأنفاس. إن مخزنًا واحدًا من مخازن وول مارت *Wal – Mart*(*) يحتوى عشرات الألوف من أصناف مختلف السلع. والاقتصاد فى مجموعه به أسواق لا تعد ولا تحصى، وكثير منها مـرتبطة ببعضها البعض. فعندمـا تقطـع منظمة الأقطار المصدرة للبترول (أوبك *OPEC*) حصص إنتاجها، وترتفع أسعار النفط اللازم للتدفئة، ستضطر بعض ربات البيوت من ذوات الدخول المتواضعة إلى تخفيض مشترياتها من الغذاء والملابس، وسيزداد الطلب على الغلايات التى تعمل بالغاز، والمبردات الكهربائية، وأدوات العزل الخاصة بالنوافذ. وهل هناك أى سبب يدعو إلى افتراض وجود مجمـوعـة من أسعار السوق يتم عندها عرض هذه السلع بنفس الكميات التى يطلبها الناس؟.

(*) وول مارت *Wal Mart* = أحد المتاجر الكبرى ذات الفروع المتعددة فى الولايـات المتحـدة (المترجم).

نعم، هناك. طالما أن كل صناعة تضم كثيرًا من الموردين المتنافسين، وهناك منشآت غير قادرة على تخفيض سعر الوحدة من منتجاتها من خلال مجرد زيادة إنتاجها، فإنه يمكن رياضيًا بيان وجود مجموعة من الأسعار لتصفية السوق. وبمجرد الإعلان عن هذه الأسعار سيصبح العرض مساويًا للطلب فى كل صناعة، ولن تكون هناك موارد عاطلة. وهناك بالإضافة إلى هذا نبذتان من الأنباء الطيبة؛ وهى: أنه عند مجموعة أسعار "التوازن" هذه، سيتم توجيه المدخلات من العمل، والأرض، والمدخلات الأخرى إلى أكثر الاستخدامات إنتاجية. ولن يكون من الممكن، عن طريق إعادة ترتيب الإنتاج، أن يتم تحقيق ناتج أكبر. وفضلاً عن هذا – وهذا هو الوضع الحقيقى – فإنه لن يكون من الممكن تحسين وضع أى شخص بدون جعل شخص آخر فى وضع أســوأ. وستكون كل هذه المكاسب التى لا لبس فيها والناشئة من التجارة قد تم استغلالها فعلاً.

والطريقة المختصرة لتلخيص هذه النتائج هى القول بأن الأسواق التنافسية ذات كفاءة. فهى تضمن لمنشآت الأعمال توريد المنتجات التى يريدها الجمهور، بالكميات الصحيحة، وبأقل تكلفة ممكنة. والناس لا يمكنهم شراء كل شىء يريدونه – وإلا كانت هذه هى اليوتوبيا حقًا – ولكن فى نطاق موازناتهم فإن السوق يهيئ لهم تحقيق وعمل أفضل ما يريدون. والطريقة الوحيدة لتحسين نتيجة عمل السوق هى توفير مدخلات أكثر للاقتصاد، أو الحصول على موارد من شخص وإعطائها لشخص آخر يحتاج إليها بدرجة أكبر. ولكن النوع الأخير من التحويلات يتطلب إكراهًا، وهو ما يتجنبه نظام السوق القائم على التبادل الاختيارى.

وفرع الاقتصاد الذى تولدت عنه هذه النتائج يعرف بـــ "النظرية العامة للتوازن ***the general equilibrium theory***" وغالبًا ما يفسر بأنه يقدم دعمًا قويًا لمبدأ حرية العمل ***Laissz-faire*** ، وإذا أخذنا الفقرة التالية من كتاب الاقتصاد

الجزئى *Micro-economics*، وهو أحد الكتب الدراسية الرائجة ومن الدرجة الأولى فى مجاله من تأليف روبرت س. بينديك *Robert. S. Pindyck* من معهد ماساتشومتس للتكنولوجيا (*MIT*)، ودانيل ل. روبنفلد *Daniel L. Rubinfeld* من جامعة كاليفورنيا، نجد أن ما يقولانه عن النظرية العامة للتوازن أنها: "أكثر الطرق المباشرة لتصوير عمل اليد الخفية الشهيرة لآدم سميث؛ لأنها تخبرنا بأن الاقتصاد سيقوم أوتوماتيكيًا بتخصيص الموارد بكفاءة بدون حاجة إلى رقابة تنظيمية حكومية"(١).

إن إحدى سمات تعريف نظرية التوازن، ومصدر جاذبيتها لكثير من الاقتصاديين هو دقتها الرياضية. وقد ظل الاقتصاديون لمدة مائة عام أو أكثر، بعد صدور كتاب ثروة الأمم *Wealth of Nations*، مجرد نظام غير رسمى: وكان معظم الشخصيات الاقتصادية الرئيسية تعبر عن حججها نثرًا. ومع تقدم القرن التاسع عشر، بدأ هذا فى التغير. وفى عام ١٨٢٦، فى ميكلنبرج، فى أحد الأجزاء التى ستصبح ضمن ألمانيا فيما بعد، قام جوهان هنريش فون تونين *Johann Heinrich von Thunen*، وهو أحد أصحاب الأراضى البارزين بوضع معادلة للريع الذى درّته الأرض. وبعد ذلك باثنى عشر عامًا، قام الفرنسى أنطوان أوجستين كورنوت *Antoine Augustin Cournot* باختراع نظرية رياضية عن الاحتكار الفردى والثنائى، وكانت هذه جهود فردية منعزلة. وفى بريطانيا، فى النصف الأول من القرن، قام علماء مثل ويليامز ستانلى جيفونز *Williams Stanley Jevons*، وفرانسيس إيزدرو إدجورث *Francis Ysidro Edgeworth* وألفريد مارشال *Alfred Marshall* بالبدء فى تطبيق طرق حساب التفاضل

---

(1) *Robert S. Pindyck and Daniel Rubinfeld, Microeconomics, 4th ed. (Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall, 2005), 591*

والتكامل بطريقة أكثر تنظيما، ووضعوا نظريات رسمية – أو "نماذج" – عن كيفية سلوك المستهلكين والمنشآت، وكثير منها ما زال يتم تدريسه حتى الآن.

كانت معظم تلك النظريات تنطبق على المنشآت الفردية وعلى منشآت الأعمال. وعلى أساس (الجدول الاقتصادى ***Tableau Economique*** الذى وضعه فرانسوا كوناى ***Framcois Qusnay***، فيلسوف القرن الثامن عشر، قام ليون فالراس ***Leon Walras*** وفيلفريدو باريتو ***Vilfredo Pareto***، اللذان كانا يعملان بالتدريس فى جامعة لوزان، بالبدء فى العمل لخلق نظرية رياضية متماسكة للاقتصاد بأكمله. ولد فالراس فى شمال فرنسا فى عام ١٨٣٤، وتوفى عام ١٩١٠ – وبعد عدد من المحاولات له فى كتابة الخيال، والصحافة وهندسة المناجم، اتبع نصيحة والده، الذى كان اقتصاديا، وتخصص فى الاقتصاد. وفى خلال سنوات الستينيات فى القرن التاسع عشر، نشر فالراس مقالات عن موضوعات مختلفة ومتنوعة. ولكن رسالته التى كتبها فى عام ١٨٧٤ بعنوان عناصر الاقتصاد النقى ***Elements of Pure Economics***، هى التى عملت على ترسيخه كشخصية رئيسية، "وصف جوزيف شومبيتر فالراس فى كتابه، تاريخ التحليل الاقتصادى ***History of Economic Analysis***، بأنه الأعظم من بين جميع الاقتصاديين"[١].

بعد استعراض ومراجعة المذاهب الاقتصادية السابقة، بدأ فالراس تحليله الرسمى بالنظر إلى كيفية تحديد الأسعار فى اقتصار المقايضة، حيث يتبادل شخصان سلعتين مثل الخبز والنبيذ لكل منهما. افترض فالراس أن كل شخص كان يدرك مدى المتعة، أو "المنفعة" التى تعطيها له السلعة، وأن هذه المتعة تتناقص مع استهلاكه قدرا أكبر فأكبر من السلعة. ومن هنا، كان من السهل نسبيًا إيضاح أن

---

(1) Joseph Shumpeter, History of Economic Analysis (New York: Oxford University Press, 1954), 827

الفرد سيستهلك كل سلعة إلى النقطة التى يحقق فيها آخر فرنك ينفقه عليها نفس القدر من الإشباع. وما لم تتحقق هذه الحالة – أو إذا كان ما قيمته فرنك آخر من الخبز يحقق له قدرًا أكبر من المتعة عما يحققه له فرنك آخر من النبيذ – فإن من المؤكد أن الشخص سيشترى قطعة أكبر من الخبز وقدرًا أقل من النبيذ. وسيظل يحاول التعديل بهذه الطريقة حتى تتحقق المساواة فى الإشباع بين السلعتين.

وقد أشار فالراس إلى هذه المجادلة باسم "نظرية المنفعة القصوى" معبّرًا عنها جبريًا، وهى تتضمن المساواة التالية:

و (خبز) / س (خبز) = و (نبيذ) / س (نبيذ).

حيث و (خبز) تمثل الكمية اللازمة لتحقيق الإشباع الذى ينتج من آخر قطعة تستهلك من الخبز، وس (خبز) تمثل سعر الخبز – وإعادة الترتيب بعض الشىء يعطينا ما يلى: و (نبيذ) / و (خبز) = س (نبيذ) / س (خبز)، والاقتصاديون يعرفون هذه المعادلة باسم "الحالة الحدّية ***the marginal condition***" وربما كانت أهم معادلة فى الموضوع بأكمله. وكان اختيار الخبز والنبيذ اختيار ملاءمة بحت. والحالة الحدية تنطبق على الملابس، والأقراص المضغوطة (***SDs***) والسلع الرياضية، والذهاب إلى المطاعم الأنيقة، وتقريبا كل شىء آخر يعطيه الناس قيمة. وإذا لم تكن تفى بمتطلبات الحالة، يمكنك أن تغير أنماط إنفاقك وتعمل على تحسين رفاهتك.

وكما تبين بعد ذلك، فإن فالراس لم يكن الوحيد الذى تحدث عن الحالة الحدية. إذ بينما كان يعمل فى كتابه توصل كل من ستانلى جيفونز ***Stanley Jevons*** فى إنجلترا، وكارل منجر ***Karl Menger*** فى النمسا وبشكل مستقل إلى نفس الحالة. أمّا الذى ميّز فالراس فكان إدراكه أن الأسواق المنفردة لا تمكن

دراستها فى عزلة عن بعضها البعض؛ لأنها كلها مترابطة ومتصلة فيما بينها. إن سعر الخبز يؤثر فى الطلب على الزبد، وخدمة قطار السكك الحديدية (***AMTRAK***) فيما بين نيويورك وواشنطن يؤثر فى الطلب على الطيران فيما بين المدينتين. وعلى جانب العرض من الاقتصاد توجد روابط هامة أخرى؛ إذ أن كثيرًا من السلع المصنَّعة تستخدم كمدخلات فى سلع أخرى؛ فالطوب يستخدم فى بناء المنازل، والغراء يستخدم كمادة لاصقة فى صناعة الأثاث، والورق يستخدم فى صناعة الكتب. بل حتى أنا وأنت نلعب دورًا ثنائيًا فى الاقتصاد؛ فإننا نولِّد دخلاً من خلال بيع عملنا، وإذا ما كنا أغنياء بدرجة كافية، فمن خلال استثمار رءوس أموالنا، ثم نقوم باستخدام دخلنا فى شراء السلع والخدمات.

وقد كتب فالراس معادلتين عن كل صناعة فى الاقتصاد؛ إحداها للطلب والأخرى للعرض. ثم سأل عما إذا كانت هناك مجموعة من الأسعار يمكن أن تشبع هذا النظام ذا المعادلات الآنيّة. وإذا كان هذا الحل موجودًا، فإنه سيعمل على تساوى العرض فى كل سوق وسيكون هناك "توازن عام ***general equilibrium***". (وكان فالراس هو الذى أتى بهذا المصطلح). وبعد حصر عدد المعادلات فى نظامـــه، زعـــم فالـــراس أن هـــذا الحـــل موجود فعلاً وأنه حل فريد. ونجح نظام الأسعار.

كما حدث، فإن "البرهان" الرياضى الذى استخدمه فالراس للوصول إلى هذه النتيجة لم يكن مقنعًا كما كان يظن. ومع ذلك، فإن هذا الإنجاز يظل إنجازًا له قدره. فقد أظهر، أولاً وأخيرًا، كيف أنه فى الاقتصاد يعتمد كل شىء على كل شىء آخر؛ فأسعار سيارات النقل وسيارات الركوب تعتمد على أسعار الصلب. ومع افتراض قدرة العمال على تغيير مهنهم، فإن أجور البنائين تعتمد على أجور النجارين، التى تعتمد بدورها على أجور عمال الكهرباء، التى تعتمد على أجور

البنائين. وفى الخطة الكبرى لفالراس، يتم تقرير الأسعار فى نفس الوقت. إذ أن الاقتصاد هو كلٌ عضوى، وليس مجرد مجموعة من الأجزاء المتفرقة. وإذا ما حدث اضطراب كبير فى إحدى الصناعات، فإنه سينتقل لا محالة إلى الصناعات الأخرى. وهى حقيقة ذكرنا بها مؤخرًا.

كان فالراس من مؤيدى تأميمات الأرض، وغير ذلك من القضايا التقدمية: ولم يكن بأى مقياس يعتبر رجعيًا. وعلى أية حال، فقد كان يؤمن بأن كثيرًا من منتقدى الرأسمالية قد أهملوا منطقها الداخلى، وعند بلوغه سن التقاعد فى عام ١٨٩٣، احتل فيلفريدو باريتو ***Vilfredo Pareto*** مكانة، وكان باريتو أرستقراطيًا ليجوريًا(*) محبًا للجدل. ولم يكن فالراس وباريتو على وفاق، إلا أن اسميهما سيظلان إلى الأبد مرتبطان بمدرسة لوزان للاقتصاد ***"Lusanne School" of economics***. وكان باريتو الذى ولد فى عام ١٨٤٨ قد حذا حذو سلفه فالراس عندما بدأ فى العمل بالاقتصاد فى وقت متأخر من حياته – وفى حالته، كان هذا بعد دراسته للهندسة، وبعد أن أصبح رجل أعمالٍ ناجح، وبعد الانغماس فى السياسة. وعلى الرغم من ثرائه، فإنه كان غالبًا ما يقف إلى جانب القضايا الجذرية وضد قوة النبلاء. ولكن باريتو، الذى كان مديرًا سابقًا لإحدى الشركات، لم يكن حليفًا لليسار الماركسى الذى كان يرغب فى التخلص من الأرستقراطية والرأسمالية على حد سواء.

وفى كتابه المسمى "دليل الاقتصاد السياسى ***Manual of political Economy***" الصادر فى عام ١٩٠٦، بدأ باريتو من حيث انتهى فالراس، آخذًا فى الاعتبار كيفية قيام نظام الأسعار بتحقيق التوافق مع طلبات المستهلكين ومع عرض المواد

(*) الليجورية ***Ligurian*** = مذهب تبشيرى أنشأه أحد قساوسة المجمع ***Alfonso Ligouri*** فى عام ١٧٣٢ للخدمة والعمل بين الناس. (المترجم).

الأولية والعمالة، وكذلك مع تقنيات الإنتاج المتاحة. ولكن بينما كان فالراس يركز على إظهار جدوى مثل هذا التوافق، فإن برايتو قام بالنظر فى السؤال الأعمق عما يعنيه هذا. ففى أى اقتصاد، حتى ذلك الاقتصاد الذى يفى بكافة معادلات فالراس، سيكون بعض الأشخاص أفضل من غيرهم. فكيف، إذن، نقوم بتحديد الناتج الاقتصادى المفضل؟ وعلى نفس درجة الأهمية، من الذى سيقوم بالتحديد؟ أنت؟ أم أنا؟ أم الحكومة؟ فى أى نظام غير ديكتاتورى ستكون هناك اختلافات فى الرأى.

وقد اقترح فلاسفة المنفعة البريطانيون ***Utilitarian Philosophers*** مثل جيريمى بنتهام ***Jeremy Bentham*** وميل ***Mill***، حلاً لهذه المعضلة. وفى كتاب بنتهام "حساب التفاضل والتكامل للمتعة والسرور ***Hedonistic Calculus***" يقول "إن كل شخص ينال حظًا متساويًا من الرفاهة. ووظيفة الحكومة هى تعظيم السعادة الكلية، والتى تعرف بأنها المجموع الحسابى للسعادة الفردية. وهو ما يعطى الانطباع بأنها فكرة معقولة: ولكن كيف يمكن قياس السعادة؟ وكيف يمكن مقارنتها فيما بين الناس؟ ولما لم يكن هناك شخص ما لاختراع مقياس للسعادة يمكن إدخاله فى عقول الناس، مع تسجيل النتائج لدى وزارة السعادة، وهكذا تبدو المشكلة الأولى غير قابلة للحل. وفى الواقع، فهذه صيغة أخرى لمعضلة "تقسيم المعرفة ***Division of Knowledge***" لهايك ***Hayek*** والمعلومات التى تحتاج إليها الحكومة لنشر وترويج الرفاهة الاجتماعية يجرى إخفاؤها عنها، والمطلوب هو بعض الآليات التى تعمل على استنباط مشاعر الناس. ولكن حتى إذا وجد مقياس السعادة، فهل سيتمكن من تسوية الأشياء؟ بعض الناس لديهم مزاج مشرق، بينما هناك آخرون يشعرون بالاكتئاب. وتعظيم السعادة الكلية يتضمن توفير أموال أكثر للتفاؤل؛ نظرًا لأن المتفائلين يكونون آلات أكثر إنتاجا للسعادة. فهل هذا حق؟

قدم باريتو طريقة للخلاص من هذا الدغل الكثيف، أو هكذا بدا لكثير من خلفائه. وقال: على الأقل يمكننا الاتفاق على أن النتيجة (ب) أفضل من النتيجة (أ) إذا كان لا يوجد فى (ب) أى شخص أسوأ حالاً عما كان عليه فى (أ). ويكون هناك على الأقل شخص واحد أفضل حالاً. وعلى سبيل المثال، لنفترض (أ) تمثّل وضعًا تكسب فيه ٥٠٠ دولار أسبوعيًا بينما أكسب أنا ١٠٠٠ دولار أسبوعيًا. ولنفترض أن (ب) تمثل وضعًا تكسب فيه أنت ٧٥٠ دولارًا أسبوعيًا بينما أكسب أنا ١٠٠٠ دولار. فإنه طبقًا لما ذكره باريتو، تكون (ب) أفضل من (أ) ومتفوقة عليها لأن أجرك أعلى وأجرى ما زال على حاله. ويعمل المنطق نفسه بالطريقة العكسية، فإذا كان (د) هو الوضع الذى تحصل فيه على شهر إجازة مدفوعة الأجر سنويًا، وأنا لا أحصل إلا على أسبوعين فقط، ولنفترض أن الوضع (هـ) تكون أنت فيه ما زلت تحصل على إجازة مدفوعة لمدة شهر سنويًا ولكنى أصبحت أحصل على إجازة لمدة ٣ أسابيع فإن الوضع (هـ) يتفوق على الوضع (د) لأننى أصبحت أحسن، بينما بقيت أنت على حالك ولم تصبح أسوأ.

ويشير الاقتصاديون المحدثون إلى التحول من الوضع (أ) إلى (ب)، أو من الوضع (د) إلى (هـ) باعتباره "تحسن باريتو *Pareto Improvement*" ويعرّفون النتيجة الاقتصادية التى تستهلك فيها هذه التحركات باسم "كفاءة باريتو - ***Pareto efficient***" وعندما يكون الوضع متسمًا بكفاءة باريتو يكون من المستحيل جعل شخص فى وضع أفضل، دون جعل شخص آخر فى وضع أسوأ. وإذا ما عدنا إلى المثال الخاص بالأجور، ولو تخيلنا أن هناك نتيجة ثالثة هى (جـ)، تحصل أنت فيها على أجر يبلغ ٨٠٠ دولار شهريًا، وعلى ٥٠ دولارًا علاوة على أجرك فى (ب) ولكن لكى يحدث هذا، فإن أجرى لابد أن ينخفض من ١٠٠٠ دولار إلى ٩٧٥ دولارًا شهريًا. والتحول من الوضع (ب) إلى الوضع (جـ) سيمثل أخبارًا طيبة من منظورك، ولكن ليس كذلك بالنسبة إلىّ: وبهذا لا يكون "تحسن باريتو".

وتتمثل إحدى طرق التفكير فى كفاءة باريتو هى أنها الحد الأدنى المطلوب لأى نتيجة اقتصادية مرضية. ومن الواضح أنها مرغوبة لأنها تعنى عدم إضاعة خيارين مفيدين معًا فى نفس الوقت، ولكنها فى طرق أخرى لا تؤدى إلى النتائج المرغوبة لأن نتائج كفاءة باريتو نادرًا ما تكون واحدة. وإذا ما عدنا إلى مثالنا الأصلى، الذى كنت تحصل فيه على ٥٠٠ دولار أسبوعيًا بينما كنت أنا احصل على ١٠٠٠ دولار، فإن البديل الذى يرفع مرتبَيْنا معًا هو "تحسن باريتو"، ولكن كيف نختار بين خيار تحصل فيه أنت على علاوة قدرها مائة دولار فى الوقت الذى أحصل فيه أنا على علاوة قدرها عشرة دولارات، وخيار آخر تكون فيه علاوتك عشرة دولارات وعلاوتى مائة دولار؟ وكفاءة باريتو لا تقدم إجابة.

إن عدم قدرتها على تحديد وزن المكاسب والخسائر يعنى أيضًا أنها لا يمكنها استبعاد بعض النتائج شديدة السوء. وإذا كان بيل جتس ***Bill Gates*** يمتلك ٩٩% من ثروة العالم بينما يملك كل شخص آخر ١%. فإن التخصيص يمكن أن يكون حسب كفاءة باريتو. وإذا ما اعترض جيتس على أن يأخذ حتى مائة دولار من ثروته ويوزعها على شخص أفقر، فإن إنفاذ مثل هذا التغيير بالقوة سيؤذى شخصًا واحدًا على الأقل، هو جيتس ولن يكون تحسن باريتو(*). ونظرًا لفشل معيار باريتو للتعامل مع موضوعات المساواة، فإن كثيرًا من المفكرين الليبراليين أصبحوا بالطبع يتشككون بالنسبة لاستخدامه كدليل للسياسة. إن الاقتصاد يمكن أن يكون على كفاءة باريتو "حتى عندما يكون بعض الناس يرفلون فى الرفاهية والترف، بينما آخرون يكادون يشرفون على الموت جوعًا طالما أن أولئك الجوعى لا يمكن

(*) إن وجود المؤسسة الخيرية لبيل وملبندا، التى منحها جيتس مليارات من الدولارات، يـوحى بأن هذا المثال هو تصويرى فقط.(المترجم)

أن تتحسن أحوالهم بدون إنقاص ما يحصل عليه الأغنياء من متع ومسرات"[١].
وهذا كان تعليق الاقتصادى الهندى وهو الآن فى هارفارد. وباختصار، فإن المجتمع، أو الاقتصاد يمكن أن يدار على أساس خيارات باريتو، ويظل أيضًا مثيرًا للاشمئزاز تمامًا.

وعلى أية حال فإن مبدأ كفاءة باريتو، يظل على الرغم من عيوبه فكرة مفيدة – إذا كان يمكن استخدامها فقط للتأكد من عدم ارتكاب أخطاء. وإذا كانت النتيجة الاقتصادية ليست مطابقة لكفاءة باريتو، فهذا معناه أن شيئًا ما يمنع من حدوث العمليات المفيدة للطرفين فى نفس الوقت. ولنفرض أنك جلست معى لنبحث التحول من الوضع (أ) إلى الوضع (ب). فإذا ما كنت أنا شخصًا أنانيًا، فإننى قد أتردد أو أمتنع لأن ذلك سيترك أجرى دون تغيير عند ١٠٠٠ دولار أسبوعيًا. ومع ذلك، ما دام أجرك سيزداد من ٥٠٠ دولار إلى ٧٥٠ دولار أسبوعيًا، فإن قيامك بإقناعى بالموافقة على التغيير سيكون عملاً فى مصلحتك. وإذا ما عرضت علىّ مثلا إعطائى مائة دولار إضافية أسبوعيًا من الزيادة التى ستحصل عليها فى أجرك، فإن كلينا سيكون أحسن حالاً كثيرًا، وسأوافق بالتأكيد على التحول.

ربما كان أفضل شيء فى الأسواق الحرة هى أنها تمكن الأشخاص من القيام بهذه الأنواع من الصفقات المفيدة للطرفين. وفى الواقع، فإنه من باريتو إلى من جاءوا بعده، حاول بعض الاقتصاديين الجدل بأن الأسواق تضمن أن كافة الحرف لها مكانها، وهو ما يعنى ضمنًا أن نتائج كل سوق حر مطابق لكفاءة باريتو. وقد أعطيت هذه الفكرة اسمًا عظيمًا له صداه الواسع وهو: "النظرية الأساسية الأولى لاقتصاد الرفاهة *The first fundamental theorem of welfare economics*". أما السبب فى أنها أساسية فما زال أمرًا مفتوحًا للجدل. وبالنسبة للمحافظين، فهى تبين

(1) *Amartya Sen, Collective Choice and Social Welfare (San Francisco: Holden-Day, 1970), 22*

أن الأسواق الحرة تتفوق بصفة أساسية على أى نظام آخر للتنظيم الاجتماعى ومن ثم فهى غير منتهكة أو مدنسة، ولكن هذا يمتد بالموضوع. إن ما تعرضه النظرية فعلاً هو أنه فى ظل ظروف معينة، يمكن لنتائج السوق أن تفى بالحد الأدنى من الكفاءة التى ذكرتها قبل ذلك، وهى لا تترك صفقات من النوع الذى يربح فيه الجميع على المنضدة.

وهناك مثال آخر، من ذلك النوع الذى يوجد فى كثير من كتب الاقتصاد الدراسية، قد يساعد على توضيح ذلك. تخيل أن لدى ست تفاحات، وأنت لديك ست برتقالات – وكلانا يأكل الفاكهة ولكنك تحب التفاح ضعف محبتك للبرتقال، بينما أنا أحبهما محبة متساوية. وقد توحى لك لحظة من التفكير بأنك ينبغى أن تبادل بعضًا من برتقالاتك مقابل بعض مما لدىّ من تفاح، ولكن كم؟ ونظرًا لأنى لا أفرق بين مزايا الفاكهتين، فإنك يمكن أن تقدم كل ما لديك من برتقال لكل ما لدىّ من التفاح، وفى كل الأحوال سأكون فى حال طيبة، ولكن رفاهتك ستصبح ضعف ما كانت عليه. وبدلاً من ذلك يمكننى أن أقدم لك ثلاث تفاحات مما لدىّ، مقابل البرتقالات الست التى لديك. وهنا لن تتأثر رفاهتك ويمكن أن تظل على ما هى عليه – فإن ثلاث تفاحات تساوى ست برتقالات لديك – ولكن النتيجة النهائية ستكون حصولى على ست برتقالات بالإضافة إلى ثلاث تفاحات، ومن ثم ستكون حالى أفضل بنسبة ٥٠%. ومن الواضح أن عمليتى التبادل كلتيهما ستكون من حالات تحسين باريتو. ولكن كيف نتأكد من حدوث أيهما؟ فإنك إذا قدمت إلىّ الصفقة الأولى، التى لا تأتى إلىّ بأى خير، فقد أرفضها. كما أننى إذا قدمت لك الصفقة الثانية التى تضيف إليك شيئًا، فقد ترفضها.

والآن لنتصور أن سوقًا للمزارعين سيفتح قريبًا من هنا، حيث يمكننا نحن الاثنان أن نشترى ونبيع الفاكهة. وفى السوق يتكلف التفاح ١,٥ دولار بينما يتكلف

البرتقال دولارًا واحدًا. فكيف يؤدى هذا إلى تغير الأوضاع؟ حسنًا، عند هذه الأسعار يمكنك أن تبيع برتقالاتك الست مقابل ٦ دولارات، وتستخدم الحصيلة فى شراء أربع تفاحات. ولكن ما دمت تحب التفاح ضعف محبتك للبرتقال، الذى يتكلف دولارًا واحدًا، فإن تلك التفاحات الأربع ستساوى كل منها دولارين اثنين بالنسبة لك – وهو ما يعطيك قيمة إجمالية تبلغ ٨ دولارات مقابل ٦ دولارات. وبالمثل فإننى يمكن أن أبيعك أربعًا من تفاحى مقابل ٦ دولارات وأشترى ست برتقالات. وعندئذ ستكون لدىَّ تفاحتان وست برتقالات تبلغ قيمتها بالنسبة لى ٨ دولارات. والآن لننظر إلى ما حدث، لقد بدأ كلانا بفاكهة – ست تفاحات لى وست برتقالات لك – وقومناهما بست دولارات. وبالتبادل وفقًا لأسعار السوق التى تختلف عن قيمنا الخاصة، وهكذا كسب كلانا ما يساوى دولارين اثنين.

وقد يمكن اختراع القصة، إلا أن المبدأ مبدأ عام. والأسواق تسهل التبادل المشترك المفيد. وكان باريتو أول اقتصادى يبين هذا ويفسره. ويرجع هذا جزئيًا إلى أن كثيرًا من أعماله لم تتم ترجمتها إلى الإنجليزية، وقد استغرق الأمر زمنًا طويلاً بالنسبة لباقى أساتذة الاقتصاد لاكتشافه. ومن المفارقة، فإن عددًا من الاقتصاديين ذوى الاتجاه اليسارى كانوا الأوائل الذين تحققوا من مغزاها. وبالتفكير فى الاقتصاد الاشتراكى، الذى أهمله ماركس وإنجلز إلى حد كبير، اتجه هؤلاء العلماء إلى اكتشاف الأعمال الداخلية لنظام السوق الذى كانوا يرغبون فى استبداله. وفى أثناء عملهم، حدث شىء جدير بالملاحظة، إذ أنهم اتفقوا مع فالراس وباريتو أن الأسواق الحرة بها خصائص مرغوبة جدًا، لابد لأى شكل رشيد من الاشتراكية أن يسعى للمحافظة عليها.

فى عام ١٩٠٨، وفى مقالة مكثفة ولكنها جديدة فى مضمونها، وبعنوان "وزارة الإنتاج فى دوله جماعية"[١]. قام إنريكو بارون ***Enrico Barone***، وهو

(1) *Blaug, Economic Theory in Retrospect, 539*

اقتصادى إيطالى آخر، بفحص كيف ينبغى تنظيم الصناعة فى اقتصاد تديره الدولة. واعتمادًا على نظام معادلات يماثل المعادلات التى استخدمها فالراس، توصل بارون إلى إجابة مضادة للبديهة وهى أن الوزارة ينبغى أن تقوم بإدارة المنشآت المملوكة للدولة كما لو كانت منشآت رأسمالية، وتقليل التكاليف إلى أدنى حد ممكن، ووضع الأسعار بناءً على التكاليف. وأى محاولة للانحراف عن هذه القواعد ستكون "مدمرة للثروة، بمعنى أن الثروة التى كان يمكن إنتاجها بواسطة الموارد المتاحة، لن يتم الحصول عليها"، هكذا كان استنتاج بارون.

وقد نشرت مقالته قبل ثورة أكتوبر فى روسيا بتسع سنوات، وهى الثورة التى أتت بالبلاشفة (*the Bolsheviks*) إلى السلطة وأقامت أول اقتصاد جماعى. وفى عام ١٩٢٠، أدى صعود ستالين إلى السلطة والتخلص الوحشى من منافسيه إلى إغلاق الكثير جدًا من المناقشة الداخلية حول السياسة الاقتصادية. وفى الغرب، مع ذلك، استمرت المناقشة حول جدوى الجمع بين ملكية الدولة مع تقرير السوق لبعض الأسعار. وكان أهم أنصار اشتراكية السوق، كما أصبحت تعرف بعد ذلك، هم أبا ليرنر ***Abba Lerner***، وهو طالب روسى يهودى من مذهب الرابايين، ولد فى روسيا، وتحول إلى اقتصادى بعد أن شب فى شرق لندن، وأوسكار لانج ***Oskar Lange***، وهو اقتصادى بولندى انتقل إلى إنجلترا عام ١٩٣٤، ثم إلى الولايات المتحدة فى عام ١٩٣٦، حيث قام بالتدريس فى جامعات ميتشيجان وستانفورد وشيكاغو.

وعلى الرغم من أن كلاً من ليرنر ولانج كان يساريًا، فإن أيًا منهما لم يبد أى تقارب تجاه الاقتصاد الماركسى، وتأكيده على العمل كمصدر لكل قيمة. وعلى غرار معظم الاقتصاديين المحدثين، كانا يفترضان أن الأسعار تعكس التفاعل بين العرض والطلب، وكانا مهتمين أساسًا بكيفية المزج بين الملكية والكفاءة. وفى عام

١٩٣٤، أصدر ليرنر، الذى كان حينئذ مرتبطًا بمدرسة لندن للاقتصاد (*LSE*)، ورقة بحثية فى مجلة الدراسات الاقتصادية *The Review of Economic Studies*، قام فيها باستكشاف بعض الشروط الرياضية التى كانت ضرورية للاقتصاد ليحقق نتيجة تنطبق عليها كفاءة باريتو – وكانت القاعدة التى جاء بها هى "أن المنشآت يجب أن تحدد الأسعار بحيث تغطى التكاليف الحدية" للإنتاج. فإذا كانت إحدى السلع الرياضية تكلف المنشأة عشرة دولارات لصناعة عصا (مضرب) لعبة البيسبول، فإن العصا ينبغى أن تباع بعشرة دولارات. (هـذا لا يعنى أن المنشآت لا ينبغى أن تولد أى مكاسب، ولكن الأرباح التى تحققها، والتى يمكن أن تعتبر جزءًا من تكلفة الإنتاج، لا ينبغى أن تتجاوز المستوى المطلوب لسداد مستحقات الديون والمستثمرين). وفى الاقتصاد التنافسى، أظهر ليرنر أن خشية المنافسين من سرقة أسواقهم ستجبر تلك المنشآت على اتباع قاعدة التسعير الكفء. وإلى الحد الذى تتقاضى فيه المنشآت أسعارًا تتجاوز تكاليفها الحدية، وقامت بتحقيق أرباح مفـرطة، فإنها بذلك تكـون قـد استغلت قـوة الاحتكار، وهو ما لا يتسق مع كفاءة باريتو.

وقد أمضى لانج، مثلما فعل ليرنر، بعض الوقت فى مدرسة لندن للاقتصاد (*LSE*) التى كانت بمثابة المغناطيس بالنسبة للمهاجرين من شرق أوروبا، وفى عام ١٩٣٦ نشر لانج مقالاً من جزأين بعنوان "عن النظرية الاقتصـادية للاشتراكية *On The Economic Theory of Socialism*"، الذى جادل فيه بأن الاقتصاد المخطط الذى استخدم بعض أسعار السوق يمكن أن يكون أكثر كفاءة من اقتصاد رأسمالى، لأنه "سيتمكن من تجنب كثير من الهدر الاجتماعى المتصل بالمشروعات الخاصة"[١]. ويرى لانج أن اشتراكية السوق، ومجالس إدارة تخطيط الدولة ستعمل

(1) *Oskar Lang and Fred M. Tyler, On the Economic Theory of Socialism (New York: McGraw-Hill, 1964), 104*

على تحديد أسعار المدخلات الرئيسية، مثل الفحم، والحديد عن طريق المحاولة والخطأ، ورفعها إذا ظهرت حالات نقص وتخفيضها إذا حدثت وفرة. ويتم توجيه أوامر إلى مديرى المصانع التى تنتج السلع الاستهلاكية بأن تراعى فى تشغيل مرافقها تخفيض تكاليفها على قدر الإمكان، بينما تحاول الوصول إلى نقطة التوازن ***break-even***. وهذا التوجيه سيقودهم إلى الاقتصاد فى المدخلات، بما فى ذلك العمل، وتحديد أسعار تغطى التكاليف فقط. وهو ما تسعى المنشآت فى الأسواق التنافسية لتحقيقه.

ومن المؤكد أن هذا الجدل يستعيد صدى أقوال باريتو وبارون، بل وحتى هايك، الذى لم يشك أبدًا فى أن الرأسمالية الحرة كانت ذات كفاءة. وفى كثير من السبل توصل لانج وهايك إلى رؤية السوق الحر بطريقة متماثلة، كما لو كانت آلة قد قامت بحل مشكلة تخصيص الموارد (الفرق الكبير بينهما كان يدور حول ما إذا كان الاقتصاد الاشتراكى، حتى لو كانت لديه بعض الأسعار التى تحدده بحرية، يمكنه أن يكرر كفاءة السوق). وقد تضمنت مقالة لانج فى عام ١٩٣٦ عرضًا شفهيًا واضحًا عن كيفية توليد الأسواق التنافسية نتائج ذات كفاءة. وبعد انتقاله إلى أمريكا فى عام ١٩٣٨، قام بوضع هذا الجدل فى شكل رياضى. وفى مقالة ظهرت فى جريدة ***Econometric a*** فى عام ١٩٤٢ قام بتطبيق طرق جوزيف لويس لاجرانج ***Joseph-Louis Lagrange*** فى حسابات التفاضل والتكامل لاستخراج الظروف اللازمة لتعظيم الرفاهة لشخص واحد بشرط إثبات حالة رفاهة كل شخص آخر. وبمعنى آخر، قام لانج باستخراج الظروف الرياضية لكفاءة باريتو، والتى ظهر أنها تحمل تماثلاً ملحوظًا مع ظروف التوازن التنافسى. ويجب أن يتم تحديد الأجور بالتناسب مع إنتاجية العمال. ووفقًا لما جاء فى ورقة ليرنر، فإن المنشآت يجب عليها تقاضى أسعار تضمن تغطية تكلفتها الحدية، وعلى المستهلكين

أن يقوموا بتوزيع إنفاقهم بحيث لا يمكنهم جعل أنفسهم أكثر سعادة من خلال شراء قدر أقل من إحدى السلع وقدر أكثر قليلاً من سلعة أخرى.

وهذه النتيجة تستحق البقاء عندها، للحظة على الأقل. لقد قام اليسارى لانج بشرح تطابق مثير للانتباه بين التوازن فى اقتصاد سوق حر مثالى والنتيجة التى قد يفرضها أحد المخططين الأخيار – مع الافتراض دائمًا، على عكس ما يقوله هايك، بأن المخطط لديه تحت تصرفه كافة المعلومات التى يحتاج إليها. وقد تكون هناك بعض الاختلافات، بالطبع، فى اقتصاد اشتراكى مخطط. فسيكون جزء كبير من الصناعة مملوكًا ملكية عامة، وأى فوائض اقتصادية يتم توزيعها بشكل أكثر مساواة عما يتم فى نظام تنافسى. ولكن كثيرًا من الأشياء ستكون هى ذاتها بالتحديد فى اقتصاد سوق حر تنافسى، بما فى ذلك تخصيص العمل والمواد الخام، وكمية مختلف السلع التى سيتم إنتاجها، وتقنيات الإنتاج المستخدمة، والأسعار التى سيتم تقاضيها عن معظم السلع والخدمات – "إن المنافسة ترغم ريادبى الأعمال على العمل بالقدر الذى يمكنهم العمل به لو كانوا هم مديرى الإنتاج فى نظام اشتراكى". هذا ما قاله لانج. "والواقع أن المنافسة تتجه إلى إنفاذ القواعد الخاصة بالسلوك التى تماثل تلك المنفذة فى اقتصاد مثالى مخطط تجعل من المنافسة الفكرة المدللة للاقتصادى. ولكن إذا ما أنفذت المنافسة نفس قواعد تخصيص الموارد وفقًا لما يمكن أن يكون مقبولاً فى اقتصاد اشتراكى يدار بشكل رشيد، فما هى فائدة الانزعاج بشأن الاشتراكية؟"[1].

كانت إجابة لانج هى أن الرأسمالية عززت عدم المساواة ومجموعة متنوعة من المشاكل الأخرى. وحتى بعد أن أصبح لانج مواطنًا أمريكيًا عام ١٩٤٣، ظل

(1) *Oskar Lang and Fred M. Tyler, On the Economic Theory of Socialism (New York: McGraw-Hill, 1964), 98*

اشتراكيًا، وحافظ على روابط قوية مع موطنه الأصلى. وفى نهاية الحرب العالمية الثانية، هجر لانج وظيفته فى جامعة شيكاغو وانضم إلى التحالف الحكومى الذى كان يرعاه السوفييت والذى تولى حكم بولندا، وأصبح سفيرها إلى الولايات المتحدة. وبعد أن ساعد الكرملين فى تحقيق انتصارٍ رائع للحزب الشيوعى البولندى فى انتخابات ١٩٤٧، هرب كثير من الديمقراطيين. أما لانج، ومهما كانت الأسباب، فقد بقى مخلصًا للنظام الشيوعى. وفى عام ١٩٤٧ انتقل إلى وارسو (العاصمة) حيث ظل بها حتى وفاته فى عام ١٩٦٥، وكان يعمل مستشارًا للحكومة. "ووفقًا لكافة التقارير، فقد أصبح شخصية مأساوية، وإحدى الدمى المحبوبة للنظام الشيوعى"[١] ولم يتمكن أبدًا من تقديم إنجاز عملى عما كان يعظ به فى النظرية. وكان هذا ما كتبه ميلتون وروز فريدمان، واللذان وصلا إلى شيكاغو بعد رحيل لانج بعام واحد. وقد كتبت روز فيما بعد "إن حياته الشخصية أيضًا كان قد لحقها الدمار؛ فقد هجر زوجته التى عادت إلى الولايات المتحدة شخصية وحيدة يغمرها الحزن. وعندما سافر إلى الخارج، كان مع امرأة أخرى، وكان هناك اعتقاد واسع عن الشك فى أنه كان يلعب دورًا مزدوجًا. كرفيق وكجاسوس شيوعى.

(1) *John Cassidy, "The Price Prophet," New Yorker, February 7, 2000*

الفصل الخامس

رياضيات المُتعَة الروحية

استمر الاهتمام بأعمال فالراس وباريتو، الذى ابتدأ فى ثلاثينيات القرن العشرين فى السنوات التالية للحرب العالمية الثانية. وحتى هذه المرحلة كانت المحاولات المتنوعة لإسباغ الصفة الرسمية على نظرية اليد الخفية ما زالت متناثرة هنا وهناك. وكان بعضها قد بزغ فى الجدل حول اشتراكية السوق، بينما كانت الأخرى ما تزال لم تتم ترجمتها إلى اللغة الإنجليزية. كان الأمر يتطلب وجود شخص يضم كل هذا الشتات الفكرى معًا ويعمل على تقييم مدى مغزاه وفائدته. كان ليرنر ولانج وآخرين قد بينوا كفاءة السوق الحر المثالى. ولكن ما هو مدى قوة هذا الاكتشاف وما مدى إمكان تطبيقه على الاقتصاد الفعلى؟ كانت هذه هى الأسئلة التى شغلت واضعى النظريات الاقتصادية فى العقود التالية للحرب. وقد قدّم العلماء المنضمين إلى لجنة كولز ***Cowles Commission***، وهو معهد بحوث أقامه المستثمر الثرى ***Alfred Cowles*** فى أوائل الثلاثينيات من القرن العشرين، كثيرًا من الإجابات.

كان كولز ***Cowles***، الذى كان يمتلك منشأة استثمارية فى ولاية كولورادو، مهتمًا بمدى إمكان استخدام ميدان الإحصاء سريع التطور فى تقديم مشورات استثمارية مفيدة. ومع انضمام إيرفنج فيشر ***Irving Fisher***، من جامعة ييل ***Yale***، وكثير من الاقتصاديين البارزين الآخرين، وافق على أن ينشئ وقفًا لمعهد بحوث

يعمل على "تقدم الدراسة العلمية وتنمية... النظرية الاقتصادية من ناحية صلتها بالرياضيات والإحصاء" وكان مقر لجنة كولز أصلاً في كولورادو سبرينجز *Colorado Springs*، ثم انتقلت إلى جامعة شيكاغو في عام ١٩٣٦، واستقرت هناك لمدة عشرين عامًا (ثم انتقلت إلى جامعة ييل). وعلى الرغم، من أنه لفترة معينة، كانت تشغل نفس البناء مع قسم الاقتصاد بجامعة شيكاغو، إلا أن العلاقات بين المنظمتين لم تكن تتسم دائمًا بالتهذيب والتحضر. وفي تلك الأيام، كان قسم اقتصاد جامعة شيكاغو معروفًا باتجاهه العملي، واعتماده على الأفكار الاقتصادية البسيطة، مثل منحنيات العرض والطلب، وكان كثير من علماء الاقتصاد الذين يعملون مع لجنة كولز من الرياضيين وعلماء الطبيعة الذين تحولوا إلى اقتصاديين لسبب رئيسي هو تقديم الاقتصاد لمشاكل فنية هامة تتطلب الدراسة. وفي عام ١٩٤٨ أصبح تيالينج كوبسمان *Tjalling Koopsman*، مديرًا للبحوث في لجنة كولز. وكان رجلاً هولنديًا تجنس بالجنسية الأمريكية، بدأ حياته في الفيزياء الرياضية، ولدى توليه منصبه الجديد جمع حوله مجموعة متنوعة من العقول الشابة اللامعة. كان أحد المنتمين إلى المجموعة كينيث أرو *Kènneth Arrow* المولود في نيويورك عام ١٩٢١ من عائلة يهودية مهاجرة من أوروبا. وفي خلال الكساد العظيم، فقد آل أرو كل شيء تقريبًا. وتخرج أرو في جامعة سيتي عام ١٩٤٠، وسجل نفسه في برنامج الدراسات العليا للإحصاء بجامعة كولومبيا. وبعد أن حضر دورة دراسية في الاقتصاد مع هارولد هوتيلنج *Harold Hotelling*، وهو أحد المشاهير في مجال الاقتصاد الرياضي، غير موضوع دراسته وأعد رسالته لدكتوراه الفلسفة في الاقتصاد. وفيما بين عامي ١٩٤٢ و ١٩٤٦، كان آرو يخدم في قسم البحوث بالقوات الجوية العسكرية. وفي عام ١٩٤٧ ذهب إلى شيكاغو لينضم إلى لجنة كولز، ثم انتقل إلى جامعة ستانفورد في عام ١٩٤٩، ولكنه كان يحتفظ بعلاقة مع لجنة كولز.

فى جامعة كولومبيا، كتب أرو رسالة الدكتوراه عن مشاكل تحويل التفضيلات الفردية لمجموعة من النتائج الممكنة - لنفترض أنها (س) و(ص) و(ك) - إلى طلب دائم للمجتمع بأسره، وهى مشكلة ذات تطبيقات واضحة على نظم التصويت، وغير ذلك من المسائل السياسية. وتمكن من إظهار أنه، بصفة عامة، وببساطة لا يمكن بناء "تفضيل" اجتماعى ***Social ordering*** - وهى النتيجة التى أصبحت تعرف باسم "نظرية أرو للاستحالة". وإذا افترضنا، مثلاً، أن إحدى الحكومات تقوم بوضع موازنة العام التالى وتحاول التحديد بين ثلاثة بدائل، سأطلق عليها (س) و(ص) و(ك): وهى زيادة الإنفاق على الدفاع (س)، وزيادة الإنفاق على الرعاية الصحية (ص)، أو تخفيض الضرائب (ك). وكانت إحدى الوسائل الممكنة هى طلب عينة عشوائية من الناخبين وسؤالهم ترتيب تفضيل الخيارات الثلاثة تنازليًا. وعلى أية حال، وكما أشار أرو فى محاضرته التى ألقاها عام ١٩٧٢ عند تلقيه جائزة نوبل، فإن من الممكن أن يجيب ثلث الناخبين بترتيب البدائل كما يلى: (س) الدفاع، (ك) تخفيض الضرائب، (ص) الرعاية الصحية. بينما يجيب ثلثهم الثانى: (ص) الرعاية الصحية، (ك) تخفيض الضرائب، (س) الدفاع. أما الثالث الأخير فيجيب: (ك) تخفيض الضرائب، (س) الدفاع، (ص) الرعاية الصحية، وفى هذه الحالة فإن أغلبية الناخبين تفضل (س) الدفاع على (ص) الرعاية الصحية، وهناك أغلبية تفضل (ص) الرعاية الصحية على (ك) تخفيض الضرائب، بينما تفضل الأغلبية الثالثة (ك) تخفيض الضرائب على (س) الدفاع. فما هو يا ترى التفضيل الاجتماعى؟

فى لجنة كولز، حوّل أرو تفكيره السريع إلى موضوع التوازن العام الشائك. كان مسلّحا ببعض الأدوات الرياضية التى ظهرت مؤخرًا، ومن بينها دراسة الأوضاع المحدّبة، التى كانت مفيدة بشكل خاص. ومن الناحية الهندسية، فإن الوضع المحدّب هو جسم صلب بدون أية ثقوب أو التواءات به. وإذا فكرنا فى كرة

دوائرية، فإنك إذا رسمت خطًا مستقيمًا بين نقطتين على أو بداخل الكرة، تظل النقاط على الخط المستقيم فى الكرة. هذا هو تعريف الوضع المحدّب. (قطعة الدونت *donut* ليست محدبة وكما أن الموزة ليست كذلك) ومن وجهة نظر الاقتصاديين فإن الأوضاع المحدبة قدمت طريقة لتحليل تعظيم السلوك الذى تجاوز الطرق القديمة لرسم المنحنيات والتفاضل والتكامل. وبمساعدة بضعة افتراضات ليست متشددة جدًا، أمكن تمثيل كل من إمكانات الإنتاج للمنشآت وتفضيلات المستهلكين كأوضاع محدبة. وبالمثل، أصبح من الممكن تمثيل أسعار المدخلات والمخرجات باعتبارها النظير المتعدد الأبعاد للخط(*)، (مستوى فائق *a hyperplane*.

ما هو الشىء الجيد الذى قدمه هذا؟ فى أغسطس ١٩٥٠، قدم أرو ورقة بحثية فى جامعة بيركلى أثبت فيها بدقة أن كافة التوازنات التنافسية مطابقة لكفاءة باريتو: عند أسعار التوازن، سيقوم السوق بتعبئة موارد الاقتصاد بطريقة تجعل من المستحيل أن يصبح شخص واحد فى حالة أفضل بدون أن يصبح شخص آخر فى حالة أسوأ. ومن ناحية أخرى فإن هذه النتيجة لم تفعل أكثر من إعادة تقرير أعمال باريتو وليرنر وغيرهما، ولكن برهان أرو كان أكثر عمومية. وفى بنائه، استخدم أرو إحدى النتائج الهامة فى نظرية الوضع المحدب *Convex set theory*، وهى نظرية فصل المستوى الفائق *The Separating hyper plane theorem*، وقد أظهرت الورقة مدى فائدة الطرق الرياضية الجديدة. وبمجرد اتباعها، زال كثير من التعقيدات التى عذبت وأقلقت كثيرًا من الباحثين السابقين. ولم يستغرق استنتاج أرو سوى بضع صفحات، وأصبحت النتيجة التى توصل إليها تعرف باسم النظرية الأساسية الأولى لاقتصاد الرفاهة.

(*) شكل فى الفضاء اللا نهائى *hyperspace* يتوافق مع شكل المسطح فى الفضاء العادى (المترجم).

وفى النصف الثانى من الورقة، تحول أرو إلى مشكلة المساواة. وكما بينت فى الفصل السابق، فإن بعض نتائج كفاءة باريتو مفرطة فى عدم الإنصاف. فإذا وجد شخصان ١٠٠٠ دولار على جانب الطريق، واحتفظ أحد الشخصين لنفسه بمبلغ ٩٩٠ دولار، وأعطى للآخر عشرة دولارات، فهذا هو أحد حلول كفاءة باريتو، نظرًا لأن كلا الشخصين أصبحا أحسن حالاً عما كانا عليه. وعلى أى حال، ففى هذه الحالة هناك الكثيرًا أيضًا من نتائج كفاءة باريتو التى تكون أكثر مساواة، مثل تقسيم النقود بمعدل ٥٠% لكل شخص، أو بمعدل ٥١% و ٤٩%، ومن المؤكد أن الأمر يستحق الاستكشاف إذا كان يحتمل الوصول إلى أى حل منها. وفى سياق التوازن العام، تكون الأمور أكثر تعقيدًا، لأنه يمثل إجمالى موارد الاقتصاد التى تم تقسيمها. وعلى أية حال، فقد تمكن أرو من إثبات نتيجة سليمة جدًا، عن طريق فرض الضرائب على بعض الأشخاص، وإعطاء مبالغ إجمالية لآخرين – فإن المجتمع يمكنه أن يختار الحل المعين لكفاءة باريتو الذى يفضله، ويتولى السوق الحر توليد الأسعار المطلوبة لدعم هذه النتيجة. وبكلمات أرو: ليست مجرد نقطة واحدة ولكن أى "نقطة مثالية يمكن تحقيقها من خلال اختيار الأسعار فى ظل نظام تنافسى"[١]. وقد أصبحت هذه النتيجة معروفة باسم النظرية الأساسية الثانية لاقتصاد الرفاهة.

إن النظرية الأولى للرفاهة هى صيغة رياضية حديثة لحجة آدم سميث عن اليد الخفية: وهى تقول إن الأسواق التنافسية الحرة تولّد نتائج ذات كفاءة. أما نظرية الرفاهة الثانية فهى أكثر حداثة، وأكثر تحديًا. فهى تثير إمكانية مزج الكفاءة

---

(١) ورقة بحثية *Kenneth J. Arrow, "An Extension of the Basic Theorem of Classical Welfare Economics," Cowels Foundation Paper 54, reprinted from Proceedings of the Second Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability, University of California Press, 151.* يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
http://cowles.econ.yale.edu/P/cp/p00b/p0054.pdf

مع المساواة فى نطاق نظام السوق الحر، وهو الشىء الذى كان كثير من الاقتصاديين قد يئسوا منه. وبدلاً من القبول قسرًا بعدم المساواة الضخمة كجزء محتوم من الرأسمالية، فإن تحليل أرو يوحى بأن المجتمع يمكن أن يقوم بتوزيع موارده بطريقة عادلة والاعتماد عندئذ على السوق لضمان نتيجة تحقق الكفاءة. ومن الناحية النظرية، على أى حال، ليس هناك ما يمنع الاقتصاد من الوصول إلى "نقطة متعة **_a bliss point_**" – وهى جملة قام بسكّها فرانك رامزى **_Frank Ramsey_** وهو عالم رياضة إنجليزى عبقرى توفى وهو شاب.

قامت الورقة البحثية لأرو الصادرة عام ١٩٥١، إلى حد كبير باستكمال مهمة استكشاف خصائص الأسواق التنافسية الحرة. ولكن بقى عمل كبير هو إثبات أن هناك مجموعة من الأسعار هى التى حققت التساوى بين العرض والطلب فى كافة نواحى الاقتصاد بأسره. وإذا لم يمكن إيجاد هذا الحل، فإن كل العمل الذى تم القيام به على نظرية التوازن العام لن يصل إلى شىء كثير. وبحلول سنوات الثلاثينيات من القرن الماضى، كان من الواضح أن طريقة فالراس لإثبات وجود توازن، والتى ضمت معادلات عددية ومساواتها مع عدد المتغيرات السعرية فى نظمه الجبرية، لا يمكن الاعتماد عليها. وكان هناك خطان متوازيان بهما معادلتان ومجهولان، ولكنهما لم يتضمنا حلاً مشتركًا. وحتى لو وجد حل لمعادلات فالراس، فإنه ليس بالضرورة أن يكون ذا مغزى اقتصادى. وبعض الأسعار التى ولّدتها المعادلات يمكن أن تتحول إلى معدلات سلبية، وبموجبها يتحتم على الخياطين أن يدفعوا للعملاء كى يلبسوا الحلل التى يخيطونها.

وقد تجنب كل من ليرنر ولانج هذه الموضوعات. فهما ببساطة قد افترضا أن التوازن العام موجود وقائم. وأنهما قد فحصا خصائصه. وقد بزغت المحاولة لوضع النظرية على أسس أكثر ثباتًا من فيينا قبل الحرب، حيث اجتمعت مجموعة

موهوبة من علماء الرياضيات، والفلاسفة والعلماء والتى عرفت باسم "دائرة فيينا *Vienna Circle*". وضمت الدائرة فى أعضائها الفيلسوف موريتز شليك *Moritz Schlick*، وعالمى المنطق رودلف كارناب *Rudolf Carnap* وكورت جوديل *Kurt Godel* وعالم الرياضيات كارل مينجر *Karl Menger*. وكان هناك عضو آخر من أعضاء هذه المجموعة هو كارل شليزنجر *Karl Schelsinger* وهو رجل أعمال ثرى كتب كتابًا مختصرًا عن الاقتصاد ضم عرضًا لنموذج فالراس. ولم يكن لدى شليزنجر حل لمشكلة الوجود، ولكنه فى عام ١٩٣١ قام بتعيين مدرس رياضيات يدعى أبراهام والد، *Abraham Wald* وهو يهودى رومانى شاب لامع، وكان قد حصل توًا على درجة الدكتوراه من جامعة فيينا تحت إشراف مينجر.

وقد التفت والد *Wald* إلى معدلات فالراس، وقبل أن يمضى وقت طويل قام بحلها. ولتحقيق ذلك، فقد اضطر إلى تقديم وإدخال بعض التبسيطات مثل افتراض أن سعر كل سلعة كان يعتمد فقط على الكميات التى تم إنتاجها منها، وليس على كميات السلع المنافسة. ولما كانت النقطة الأساسية لاقتصاد فالراس هى استكشاف الاتصالات والارتباطات بين مختلف الأسواق، فإن هذا لم يكن مرضيًا بالمرَّة. ولكن كان هذا أفضل ما أمكن لوالد أن يعمله. وهناك أشياء انتظرت حتى عام ١٩٣٧، عندما زار جون فون نيومان *John Von Neumann* فيينا، وهو عالم رياضيات من جامعة برنستون، قام بالتدريس فى برلين، وقبل الانتقال إلى الولايات المتحدة، قام بزيارة فيينا وقدم ورقة بحثية إلى منتدى مينجر للرياضيات، أطلق عليها أحد المؤرخين البارزين للأفكار الاقتصادية "أهم مقالة منفردة فى الاقتصاد الرياضى"(١).

---

(1) E. Roy Weintraub, "On the Existence of a Competitive Equilibrium: 1930 – 1954", Journal of Economic Literature 21, no. 1 (March 1983): 13

وهذا الحكم قابل للجدل، ولكن فون نيومان، الذى ولد فى بودابست فى عام ١٩٠٣، كان بلا شك أحد العباقرة. وهو يعتبر ما قام به فى الاقتصاد عملاً جانبيًا بالنسبة لنواحى نشاطه الأخرى، التى تضمنت وضع "نظرية اللعبة ***Game Theory***"، وإسهامات بارزة فى المنطق، ونظرية المجموعات(*) والإحصاء، والميكانيكا الكمية، والهيدروديناميكس ***Hydrodynamics***، وعلوم الحاسب الآلى. وكان زميلاً بمعهد ألبرت أينشتين فى معهد برنستون للدراسات المتقدمة، وقد لعب فون نيومان دورًا مهمًا فى مشروع مانهاتن، وقدم استشارات لوكالة المخابرات المركزية وخدم فى لجنة الطاقة النووية للولايات المتحدة. وكان ثرثارًا مهزارًا ولكنه كان حقيقة من مناهضى الشيوعية، وكان يشرب كثيرًا، ويلقى نكاتًا خارجة، وتزوج مرتين، وتوفى نتيجة لمرض السرطان فى عام ١٩٥٧، عندما كان عمره لم يجاوز الثالثة والخمسين.

"ولم يكن لدى فون نيومان كثير من الوقت ليؤلف كتبًا دراسية فى الاقتصاد، أو مناقشة مؤلفيها" ويعتبرهم قابلين للتحدى من الناحية الرياضية. وقد قال لأحد معاونيه "لعلك تعرف أنه لو اكتشفت هذه الكتب واستخرجت من تحت الأرض بعد مئات السنين من الآن، فإن الناس لن يصدقوا أن هذه الكتب قد تم تأليفها فى وقتنا. بل سيظنون أنها كتبت فى عصر نيوتن، فهى بدائية فى رياضياتها، ولا أحد يمكن أن يتهم فون نيومان باستخدام رياضيات بدائية"[1]. وفى الورقة البحثية التى قدمها فى فيينا، قام أولاً بتعقيد مشكلة إيجاد أسعار التوازن من خلال افتراض أن الاقتصاد يتوسع كل سنة بمعدل ثابت. ثم وضع نتيجة جديدة فى شكل رياضى

(*) نظرية المجموعات = *Set theory* أحد فروع الرياضيات أو المنطق الرمزى الذى يتناول طبيعة المجموعات والصلات بينها (المترجم).

(1) E. Roy Weintraub, "On the Existence of a Competitive Equilibrium: 1930 – 1954", Journal of Economic Literature 21, no. 1 (March 1983): 21

بحث، واستخدمها لإظهار أن مجموعته من المعادلات السعرية، على نقيض معادلات فالراس، يمكن ضمان أنها تضم على الأقل مجموعة واحدة من الحلول غير السلبية.

والورقة، التى ظهرت بعنوان كريه هو "عن نظام المعادلة الاقتصادية وتعميم نظرية النقطة الثابتة لبيروفو" ***On an Economic Equation System and a Generalization of the Brouwer Fixed Point Theorem***، كانت صعبة بل صعبة جدًا. وعندما قدمها فون نيومان لطلبة الدراسات العليا بجامعة برنستون، كان معظم الحاضرين يحكون رءوسهم. وبالإضافة إلى عامل الشك والإرباك، لم تكن معادلات فون نيومان قابلة للمقارنة مع معادلات فالراس: لأنه كان قد ركز على الإنتاج بدلاً من الاستهلاك، وقام بتهريب بضعة افتراضات مشددة فيها، من عنده. ومن الناحية التاريخية، مع ذلك، فإن أيا من ذلك لم يكن ذا أهمية. فإنه بإدخال عدد من الأفكار المجردة التى ظهرت حديثًا فى الرياضيات العليا إلى الاقتصاد – نظريات النقطة الثابتة، مجموعات المحدبات، الازدواجية – بيَّن فون نيومان الطريق إلى الأمام لجيل كامل من الاقتصاديين الشبان ذوى العقول النظرية.

وفى عام ١٩٤٥، تمت ترجمة ورقته إلى اللغة الإنجليزية فى "مجلة الدراسات الاقتصادية ***The Review of Economic Studies***"[1]، جنبًا إلى جنب مع مقالة تفسيرية بقلم دافيد شامبرنوفن ***David Champernowne*** من جامعة كامبريدج. كما تم اختبارها للنشر فى الولايات المتحدة حيث كانت هناك حاجة قائمة للتخطيط فى وقت الحرب، وتدفق الأوروبيين المتجولين بحثًا عن العمل، والذين كان كثير منهم من اليهود الهاربين من النازى، وهو ما أعطى زخمًا ضخمًا للبحوث فى

---

(1) Von Neumann's Paper: John Von Neumann, "A Model of General Economic Equilibrium", Review of Economic Studies 13, no. 1 (1945 – 1946): 1-9

الاقتصاد الرياضى. وقد انجذب كثير من المهاجرين الأوروبيين إلى مؤسسة كولز *Cowles Foundation* حيث كان كوبمانز *Koopmans* يشجع زملاءه على مواصلة العمل الذى بدأ قبل الحرب والذى قام به أبراهام والد *Abraham Wald* وفون نيومان.

كان أرو أحد علماء مؤسسة كولز الذين قبلوا التحدى. وكان قد عرف لأول مرة بوجود مشكلة توازن فالراس عندما كان يدرس فى جامعة كولومبيا. وكان هوارد هوتلنج، مستشاره فى إعداد رسالته، قد عين والد *Wald* كمساعد بحوث، بعد وصوله مؤخرًا إلى الولايات المتحدة فى منحة زمالة من مؤسسة كولز. وقام أرو باختبار والد *Wald* بشأن الأعمال النظرية التى قام بها هو وفون نيومان، إلا أن الشاب الرومانى لم يشجعه على النظر فيها. "لقد شعر بأن المجال شديد الصعوبة ولا يشجع على الاستمرار فيه"[1]، وكان أرو يتذكر هذا فيما بعد. "وقد قرأت الأوراق فعلاً فى هذا الوقت، ولكن عند استعادة الموقف كنت أحس بأن فهمى كان معيبًا جدًا. فقد كانت لغتى الألمانية... ليست جيدة تمامًا، ولكننى أظن أن تعقد الجدل هو الذى أثنانى. كذلك لم أعتقد أننى الشخص القادر على تحسين النتائج".

وفى أوائل الخمسينيات من القرن العشرين، عاد أرو إلى موضوع تعميم نتائج كل من والد *Wald* وفون نيومان، وكان ذلك فى هذه المرة بالتعاون مع جيرارد ديبرو *Gerard Debreu*، وهو أحد قمم علماء الرياضيات فى فرنسا، والذى، كما تبين، قد كتب ورقة مماثلة لمقالة أرو المنشورة عام ١٩٥١ عن كفاءة باريتو. وقد كان ديبرو من اتباع نيكولاس بورباكى *Nicholas Bourbaki*، عالم

---

(1) *E. Roy Weintraub, "On the Existence of a Competitive Equilibrium: 1930 – 1954", Journal of Economic Literature 21, no. 1 (March 1983): 29*

الرياضيات الأسطورى الفرنسى، الذى قام فى خلال الثلاثينيات من القرن العشرين بإعادة إجمالى علم الرياضيات على أساس بديهيات وقوانين دقيقة لنظريات ثابتة. (كان اسم "بورباكى" فى الواقع اسمًا قلميًا لمجموعة من العلماء المنتمين إلى المدرسة الطبيعية العليا بباريس *Ecole Normale Superieure, in Paris*) وبعد بضع سنوات من وصوله إلى الولايات المتحدة فى عام ١٩٤٨ على منحة زمالة من روكفلر، انضم ديبرو إلى لجنة كولز، وفى أواخر عام ١٩٥١، عرف أرو وديبرو أنهما يعملان على نفس المشكلة، وقرّرا أن يعملا معًا كفريق واحد، وفى ٢٧ ديسمبر ١٩٥٢ فى أحد المؤتمرات بشيكاغو، قاما بتقديم ورقة بعنوان "وجود توازن للاقتصاد التنافسى *Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy*"[١].

كانت المقالة طويلة وضمت كثيرًا. وعلى خلاف أعمال والد *Wald* التى تعود إلى عام ١٩٣٤، فإنها لم تستخدم أى افتراضات للتبسيط بشأن العوامل التى تؤثر فى الطلب، وعلى النقيض من ورقة فون نيومان لعام ١٩٣٧، فإنها عاملت المستهلكين والمنشآت بتوسع. وكانت معقدة رياضيًا، وتجنبت حسابات التفاضل والتكامل، التى سرعان ما أصبحت كالقبعة البالية، وبدلاً من ذلك توسعت فى استخدام مجموعات المحدبات، ونظرية اللعب *Game Theory*، ونظريات النقط الثابتة – مقترضة تطبيقًا للأخير من جون ناش *John Nash*، عالم الرياضيات بجامعة برنستون وصاحب نظرية اللعب. وبهذا لم تكن ورقة أرو – ديبرو مما يمكن قراءته قبل النوم، ولكن عندما قرأها زملاؤهما، كانوا متفقين على أن: مشكلة

---

(١) ورقة بحثية *Kenneth J. Arrow and Gerard Debreu, "Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy," Cowles Foundation Paper 87, reprinted from Econometrica 22, no. 3 (July 1934).* يمكن الحصول عليها من خلال الرابط: http://cowels.econ.yale.edu/P/cp/p00b/p0087.pdf

فالراس قد تم حلها فى نهاية الأمر، وأن الحالة الخاصة بالأسواق التنافسية قد وضعت على أساس تحليلى سليم، أو هكذا كانت تبدو.

* * * *

وبعد أكثر من نصف قرن، كان الجدل ما يزال يعتمد على نفس الأسس – ولم يحظَ وضع نظرية التوازن العام بكثير من الظهور سواءً فى المناقشات التى كانت تجرى فى الكونجرس، أو فى المقالات الرئيسية بالصحف، ولكن عندما كان الاقتصاديون الجادون يبحثون مزايا الأسواق الحرة فإنهم كثيرًا ما يعودون إلى الموضوع. "ما هى هذه القصة المثالية التى تخبرنا عن بيئة الأسواق؟"[1] هكذا قال ويليام نوردهاوس ***William Nordhaus*** الأستاذ بجامعة ييل، فى محاضرة لعلماء من أنظمة أخرى بالأكاديمية الوطنية للعلوم. "إنه يقول إن هناك آلية تنسيق تعمل فوق مستوى النظام العضوى الاقتصادى الفردى. وأن هذه الوظيفة تقوم بها الأسعار، التى تبين القيمة الحدية للسلع للمستهلكين والتكلفة الحدية للسلع للمنتجين. وفى السوق التنافسى، ليست هناك حاجة لحاسب آلى فائق أو مخطط مركزى كى يحاول أن يجعل النظام بأكمله أقرب إلى الكمال، ويقوم بالمحاسبة عن تريليونات العمليات فيما بين مختلف الوحدات الاقتصادية، لأن الأسعار تقوم بتقديم الإشارات السليمة".

ويبدو أن كلمة نوردهاوس تؤكد أن هايك كان على صواب، وأنه لا يوجد أمل لتحسين كفاءة نتائج السوق الحر. وكثير من الكتب الدراسية التمهيدية لعلم الاقتصاد تكرر هذه الحجة، وأحيانًا عن طريق استخدام مجموعة من الرسوم البيانية لتصوير كيفية توليد السوق الحر لنقطة المتعة "***bliss point***". ومع ذلك، فإن

---

(1) William D. Nordhaus, "The Ecology of Markets," Proceedings of the National Academy of Science of the United States of America 89, no. 3 (February 1, 1992): 846 .

الملاحظ هو أن بضعة من واضعى النظريات الذين خلقوا نظرية التوازن العام كانوا يتكلمون بهذا المعنى. ونادرًا ما قدم أرو وزملاؤه مشورة بشأن السياسة، وعندما كانوا يغامرون بالتدخل فى مناقشات عامة فإن ذلك كان يتم عادة لمساندة تدخلات الحكومة لتصحيح بعض أوجه القصور فى السوق الحر. أما فكرة أن نظرية التوازن العام ترقى إلى مستوى التعزيز العلمى لمبدأ حرية العمل *Laisse z- faire* فهى نتاج متأخر لنشاط المروّجين.

كان واضعو النظريات فى فترة ما بعد الحرب منفتحين بشأن حقيقة أن نتائجهم اعتمدت على عدد من الافتراضات المتشددة، وأحدها هو أن اقتصاديات الحجم – أى قدرة المنشآت على تخفيض تكاليف الوحدة بها من خلال زيادة الإنتاج – غائبة فى كل مكان. وفى صناعة مثل كابلات التليفزيون، أو برامج الحاسب الآلى، فإن هذا الافتراض لا ينطبق. إن المنشآت الأضخم يمكنها أن توهن وتضعف المنشآت الأصغر. وفى حالة غياب التنظيم الحكومى، فإن بضع منشآت عملاقة يمكنها أن تسيطر على الصناعة. وبمجرد أن يتمكن هؤلاء العمالقة من ترويض المنافسة، لن يكون هناك أى شىء يمكن أن يمنعها من وضع أسعار مرتفعة كثيرًا عن تكاليفها الحدية، ومن انتهاك شروط الحدّية وحصد أرباح ضخمة. وستكون نتيجة حرية السوق انعدام الكفاءة، وربما أيضًا الفضائح.

وحتى إذا ما تم استيفاء الافتراضات الفنية لنماذج التوازن العام، فليس هناك ضمان بأن الاقتصاد سيستقر عند نقطة راحة كفاءة بارينو – وهى نتيجة ظهرت فى الفترة من ١٩٥٣ إلى ١٩٧٣، بينما كان واضعو النظريات الاقتصادية يسعون إلى التوسع فى تطبيق نتائج أرو وديبرو. وكان العمل الذى تم فى هذه الفترة مرهقًا من الناحية الفنية حتى بالنسبة للاقتصاديين المدرّبين رياضيًا، وما زال جزء كبير منها لم يعرف طريقه بعد إلى الكتب الدراسية. وهذا أمر مؤسف، نظرًا لأنه يؤثر مباشرة على مسألة ما إذا كانت نظرية التوازن العام يمكن استخدامها كدليل مفيد للسياسات، والإجابة، التى قدمتها كانت سلبية.

في البداية، لا يمكن أن يكون هناك تأكيد أو ضمان بأن توازن الاقتصاد أمر فريد؛ فقد تكون هناك عشرات من الحلول للمعدلات التى تتولى تعريف العرض والطلب. وبدون الاعتماد على بعض الافتراضات المتطرفة بشأن التفضيلات، فإن معظم ما يمكن أن يقال هو أن عدد الحلول ربما يكون محدودًا. ولكى يزيد الأمر سوءًا، فإن النظرية الأرثوذكسية لا تقدم أى إرشاد عن أى من التوازنات الممكنة التى سيستقر عندها الاقتصاد. وفى كثير من الأحوال تكون النتيجة غير محددة.

ثانيًا، هناك مشكلة الوقت، التى لم يتناولها أى من أرو وديبرو فى مقالهما الأصلى. وفى ورقة بحثية مهمة أخرى، ظهرت باللغة الفرنسية فى عام ١٩٥٣، قام أرو بتقسيم المستقبل إلى مجموعة من الفترات المحددة وافترض أن الأسواق إنما وجدت لتوصيل كل سلعة فى كل تاريخ مستقبل، وفى أى ظرف طارئ ممكن. على سبيل المثال، افترض أرو أن المستهلكين يمكنهم أن يطلبوا توصيل سلة رحلات فى مثل هذا اليوم من الأسبوع القادم إذا كان الجو مشمسًا، أو فى مثل هذا اليوم من العام القادم، وهذه الطلبات المشروطة يمكن أن تكون لكل سلعة وكل خدمة. وبعد أن قدم هذا الافتراض البطولى، أصبح قادرًا على إثبات أن وجود مجموعة الأسعار التى تؤدى إلى تعادل العرض والطلب فى كل الأوضاع الممكنة مستقبلاً. وكانت خصوبة عقل أرو فى هذه الفترة شيئًا يثير العجب، ولكن هذه القطعة الخاصة من الألعاب الرياضية العقلية أثبتت أنه على قدر كبير من الذكاء. وإذا ما وضعنا جانبا الحقيقة الواضحة كثير من مثل هذه الأسواق المستقبلية غير الموجودة، فإن المتطلبات العقلية بأن هذا الاقتصاد سيقوم على الكائنات البشرية هو أمر هائل[1].

---

(١) ورقة بحثية *Kenneth J. Arrow, "The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-Bearing," Review of Economic Studies 31 (1964): 91-96*

وإذا ما أخذنا مستثمرًا يبلغ من العمر خمسًا وأربعين عامًا ويريد تغطية حافظة أسهمه رقم ٤٠١ (K) ضد تقلبات السوق عندما يتقاعد، فإنه سيحتاج إلى قائمة عقلية عن كل الأوضاع الممكنة للاقتصاد فى عام ٢٠٣٠، واحتمالات كل حدث، وأثر كل منها على سوق الأوراق المالية، فإذا اختلفت معتقداته عن معتقدات الأشخاص الآخرين، كما سيحدث بالتأكيد، وعليه أن يأخذ فى الحسبان كافة مشاوراتهم ومناقشاتهم، وكيف أن تصرفاتهم ستؤثر على السوق – وفى أواخر الستينيات من القرن العشرين، كتب روى راندر ***Roy Rander***، وهو اقتصادى أصبح الآن فى جامعة نيويورك، نموذجًا رسميًا وفقًا لهذه الخطوط. ولكى تجعل مثل هذا الاقتصاد يعمل؛ كما اختتم، فإن الناس لابد أن يحتاجوا إلى طريق يوصلهم إلى كمية لا نهائية من المقدرة الحسابية. ليس كمية كبيرة فحسب، ولكن كمية لا نهائية! إن نموذج التوازن العام ينهار تمامًا فى وجه الحدود المفروضة على قدرة الوكلاء على حساب الإستراتيجيات المثالية"(١). كان هذا ما استنتجه راندر.

كانت هذه نتيجة غير مشجعة لواضعى النظريات الاقتصادية، والأسوأ فى اتباعها. إن نظرية اليد الخفية تقول إن اقتصاديات السوق ثابتة. وعندما تضرب السوق إحدى الصدمات، مثل هبوط عرض الزيت، ويجرى تعديل الأسعار لاسترداد التوازن. والأسعار لا تدخل فى اتجاه واحد وتستمر فيه. أو هى تفعل؟ فى أوائل السبعينيات من القرن العشرين، بينت سلاسل من الأوراق أن الاقتصاد الذى اتبعت فيه كافة المنشآت والمستهلكين الشروط المبينة فى نموذج أرو – ديبرو يمكن، مع ذلك، أن يكون سلوكه من خلال كافة أنواع الطرق الشاذة والغريبة. وربما يبدى الاقتصاد نمطًا ثابتًا ومستقرًا، ويظل قريبًا من وضعه التوازنى، وقد يكون عمله متسمًا بالفوضى، مبتعدًا نحو كل التطرفات، وقد يرقد مساره بين بين. ولم تكن بديهة الرشد الفردى والمنافسة الكاملة كافية لتقرير ما يمكن أن يحدث.

---

(١) ورقة بحثية *Roy Radner, "Competitive Equilibrium under Uncertainty," Econometrica 36, no. 1 (January 1968): 35*

كان مؤلفو هذه الأوراق هم هوجو سونينشاين ***Hugo Sonnenschien*** الذى مضى فى سبيله حتى أصبح رئيسا لجامعة شيكاغو، ورولف مانتيل ***Rolf Mantel***، وهو أرجنتينى حصل على درجة الدكتوراه من جامعة ييل، وجيرارد ديبرو نفسه. كانت آثار نتائجهم مبنية على الرفض ***Nihilistic*** ومتطرفة. وابتداء من فالراس ومن بعده، سعى واضعو نظريات التوازن العام إلى البدء مع المستهلكين الأفراد والمنشآت، ويتبع كل منهما مجموعة بسيطة من الأحكام والقواعد، وبناء نظرية عن كيفية سلوك الاقتصاد بأسره. وقد قال سونينشاين ***Sonnenschien*** ومانتيل ***Mantel*** وديبرو ***Debreu*** بصفة أساسية أن هذا غير ممكن: وأن الكل لا يمكن استخراجه من الأجزاء[١]. "فى المجموع، فإن افتراض السلوك الرشيد ليس له أية آثار بصفة عامة"[٢]، هذا ما كتبه كينيث أرو فى مقال له فى عام ١٩٨٦ يستعرض فيها نظرية التوازن العام. كما أن مؤلفى أحد الكتب الدراسية - عالية المستوى لطلبة الدكتوراه، أبدوا نفس النقطة بطريقة أكثر خفة جعلوها عنوانا للقسم الخاص بهم والذى يتناول مع هذه المجموعة من البحوث "أى شىء يصلح: نظرية سونينشاين - مانتل - ديبرو"[٣].

وما زال بعض الباحثين يحاولون إنقاذ منهج التوازن العام، ولكنهم يواجهون موضوعين ضخمين على الأقل. وفى عالم أرو - ديبرو، فإن القيود الوحيدة التى

---

(١) ورقة بحثية ***Debreu-Arrow model: G. Debreu, "Excess Demand Functions," Journal of Mathematical Economics 1 (1974): 15-21; R. Mantel, "On the Characterization of Aggregate Excess Demand," Journal of Economic Theory 7 (1974): 348-53; H. Sonnenschein, "Do Walras' Identity and Continuity Characterize the Class of Community Excess Demand Functions?" Journal of Economic Theory 6 (1973): 345-54.***

(2) Kenneth Arrow, "Rationality of Self and Others in an Economic System," available in R. M. Hogarth and M. W. Reder, eds., Rational Choice (Chicago: University of Chicago Press, 1987), 204

(3) Andreu Mas-Collel, Michael D. Whinston, and Jerry R. Green, Microeconomic Theory (New York: Oxford University Press, 1995), 598

يواجهها الناس فى أنماطهم الاستهلاكية هى أنهم لا يمكنهم الإنفاق أكثر من دخلهم الذى يعيشون عليه، ولا يمكنهم القيام باختيارات صاخبة منافية للذوق غير متناسقة أو متسقة، وفى نهاية الأمر يصبحون متشعبين. ونظرًا لهذه الإرشادات الضئيلة للسلوك الفردى، فإن مجموعة النتائج الممكنة للاقتصاد بأسره ببساطة شديدة الاتساع، وتثبيت إحداها، أو حتى مجموعة منها أمر شديد الصعوبة. والسلوك المقلِّد أو المحاكى **Copy-cat**، مثل قيامك بشراء سيارة جديدة لأنك تريد ألا تكون أقل من جارك، يمكن أن يظهر للعيان هيكلاً أكبر للمشكلة التوافقية، ولكـــن هـــذا لا يساعد على الاستقرار الاقتصادى. فإذا أدى ارتفاع الطلب إلى توليد طلب أكثر، فإن الأسواق يمكن أن تكون معرضة لارتفاعات وانخفاضات جامحة وذات أطوال وارتفاعات متنوعة، والتى يشير إليها علماء الرياضيات بالفوضى. "إن الاقتصاد يقدم بدون مجهود العناصر المطلوبة للفوضى التى، بدلاً من أن تنالنا الدهشة من الديناميكيات الغريبة لها فإننا ينبغى أن يغمرنا الشك بشأن النماذج الثابتة دائمًا"[1]، هكذا كان تعليق دونالد ج بسارى ***Donald G Saari***، وهو اقتصادى رياضى فى جامعة كاليفورنيا، إيرفين.

كما لاحظت فعلاً، فإن قليلاً من هذه النتائج النظرية قد دخلت إلى المناهج التعليمية، هذا إذا ما غضضنا الطرف عن مجال السياسات، ولكنها راسخة فى عالم الاقتصاد الرياضى. وفى محاضرة عن التوازن العام شهدتها فى المدرسة الجديدة للبحث الاجتماعى منذ عدة سنوات، ذكر دنكان فولى ***Duncan Foley*** وهو واضع نظريات اقتصادية بارز، حصل على الدكتوراه فى خلال الستينيات من القرن الماضى، وذكر كيف أن نتائج سونينشاين والآخرين جاءت بمثابة صدمة قوية

---

(١) ورقة بحثية *Fred Ackerman, "Still Dead After All These Years: Interpreting the Failure of General Equilibrium Theory," Global Development and Environmental Institute, Working Paper no. 00-01, November 1999, 15*

للاقتصاديين ذوى العقلية الرياضية من أبناء جيله، الذين كان كثير منهم يبنون وظائفهم وحياتهم على استكشاف التشابكات فى تراث آرو وديبرو. إذ إنهما بمجرد مماثلتهما للنتيجة السلبية والتحقق من آثارهما، قال فولى: إن كثيرًا من ألمع العلماء الشبان توقفــوا عــن الاستمـــرار فى بحث التوازن العام وتحولوا إلى نظرية اللعب.

وهذه هى إحدى القصص التى لن تجدوها فى كتب الاقتصاد الدراسية.

الفصل السادس

الإنجيلـــــى

لم يبذل ميلتون فريدمان جهدًا كبيرًا فى السيطرة على الرياضيات. كان نحيفًا ضئيل الجسم، سريع البديهة، وسريع الغضب، وكان يرى أن الاشتقاقات الملتوية من نظرية التوازن العام مضيعة للوقت والجهد إلى حد كبير: وبالنسبة إليه، كانت فعالية الأسواق الحرة واضحة ذاتيًا. ووصف مارتن أندرسون، وهو أحد المستشارين الاقتصاديين لرونالد ريجان، ميلتون فريدمان بأنه "أعظم الاقتصاديين نفوذًا منذ آدم سميث". وقد يكون هذا مبالغة، ولكن لا يوجد إنسان آخر فعل أكثر مما فعل فريدمان لإحياء أفكار حرية العمل ***Laissez-faire*** فى المسارات الأكاديمية، وفى عموده الذى ظل زمنًا طويلاً فى مجلة نيوزويك ***Newsweek***، وفى كتابيه الرائجين: "الرأسمالية والحرية ***Capitalism & Freedom***" الذى صدر لأول مرة فى عام ١٩٦٢ و"حرية الاختيار ***Free to choose***" الذى كتبه مع زوجته روز ***Rose*** وصدر فى يناير ١٩٨٢، فى نفس الوقت الذى كان رونالد ريجان يبدأ حملته الناجحة نحو البيت الأبيض. وقام فريدمان بإمداد السياسيين المحافظين بمجموعة متسقة ومترابطة جيدًا من الأفكار والمقترحات السياسية. وبعد وفاة فريدمان فى عام ٢٠٠٦، فإن بول كروجمان ***Paul Krugman*** الاقتصادى الليبرالى بجامعة برنستون، وكاتب العمود بجريدة نيويورك تايمز قام برثائه وعدّد إنجازاته وكتب "إننى أعتبره أحد عظماء الاقتصاديين ورجلاً عظيمًا"(١).

---

(1) Paul Krugman, "Who Was Milton Friedman?" New York Review of Books, February 15, 2007

وبشكل عام، يمكن القول بأن فريدمان قدم أربعة إسهامات رئيسية لإصلاح اقتصاد السوق الحر. فقد كان الأول الذى فكر فى اتخاذ إجراءات فردية، مثل تخفيض البرامج الحكومية، وتخفيض الضرائب، وتحرير الصناعات، كما قدم تفسيرًا معدّلاً للكساد العظيم، واصفًا إياه بأنه مثال للفشل الحكومى، بدلاً من أن يكون فشل السوق، وانتقد ما رآه كينز من إدارة الطلب وقدم إطارًا سياسيًا بديلاً، هو المذهب النقدى ***Monetarism***، وقام بتذكير الأمريكيين بالرابطة التى أكدها جون ستيوارت ميل ***J.S.Mill*** – وهو أحد أبطاله – بين الحرية الاقتصادية والحرية السياسية.

وعلى غرار كثير من كبار الاقتصاديين الأمريكيين فى جيله، كان فريدمان ينتمى إلى عائلة من اليهود المهاجرين، وكانت والدته ووالده قد انتقلا من شرق المجر إلى الولايات المتحدة فى تسعينيات القرن التاسع عشر. وفى عام ١٩١٣، عندما كان عمر فريدمان سنة واحدة انتقلت الأسرة من بروكلين بنيويورك إلى منطقة راهواى ***Rahway***، فى نيوجيرسى وهى حى لذوى الياقات الزرقاء أيضًا، وقد أثبت الصبى ميلتون أنه تلميذ بالنضوج المبكر والتشبث برأيه: فقد بدأ مدرسته الثانوية مبكرًا بعامين، وكان يلعب ضمن فريق الشطرنج، وكسب ميدالية فى إحدى مسابقات الخطابة العامة عن الدستور. والتحق بجامعة روتجرر ***Rutgers University*** بالقرب منه فى برونسويك الجديدة ***New Brunswick***، وفى عام ١٩٢٨ فى سن السادسة عشرة درس الرياضيات والاقتصاد. وكان أحد مدرسية للاقتصاد هو آرثر بيرنز ***Arthur Burns***، الذى بعد ذلك بسنوات عديدة تولى منصب رئيس مجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى. وعند تخرجه ومنحه الشهادة الفخرية لامتيازه ***Phi Beta Kappa***، تلقى فريدمان عروضًا كثيرة بمنح للدراسات العليا، من جامعة براون لدراسة الرياضيات ومن جامعة شيكاغو لدراسة الاقتصاد. وفيما بعد ذلك، قال لكاتب سيرته الذاتية "لانى إبنشتاين ***Lanny Ebenstein***" ضع نفسك فى عام ١٩٣٢

عندما كان ربع السكان متعطلين، فماذا كانت المشكلة المهمة والعاجلة؟ الواضح أنها كانت الاقتصاد، ومن ثم لم يكن هناك تردد أبدًا من جانبى لدراسة الاقتصاد"(١).

وللعجب، ربما، فإن فريدمان لم يقم بأفضل أعماله المعروفة إلا عندما كان يقترب من أواسط العمر. إذ أنه بعد استكمال دراسته العليا فى جامعة شيكاغو وجامعة كولومبيا، ناضل ليجد وظيفة أكاديمية، وهو الشيء الذى كان يعزوه جزئيًا فيما بعد إلى مناهضة السامية. وفى نهاية الأمر، انتقل إلى واشنطون حيث عمل فى لجنة الموارد الوطنية. ***National Resource Comm*** وهى إحدى الوكالات الجديدة التى أنشئت فى ظل البرنامج الجديد ***New Deal***. كما تزوج أيضًا من روز ديريكتور ***Rose Director*** وهى اقتصادية أيضًا، التقى بها فى شيكاغو. "فى السنوات المتأخرة، أصبحت روز وأنا من بين أشهر المنتقدين للنمو فى الحكومة المركزية التى بدأها البرنامج الجديد"(٢)، هكذا كتب فريدمان فى مذكراته عام ١٩٨٨، بالاشتراك مع ما كتبته زوجته. "ومع ذلك، وللمفارقة، فإن البرنامج الجديد كان هو الذى أنقذ حياتنا شخصيًا" وفى أثناء الحرب العالمية الثانية، عمل فريدمان فى وزارة الخزانة، وكان عمله يتناول الضرائب، ثم عمل فى مجموعة البحوث الإحصائية، ***The Statistical Research Group***، وهى هيئة ممولة من الحكومة، كان مقرها الرئيسى فى جامعة كولومبيا، وعندما انتهت الحرب، قام بالتدريس لمدة سنة فى جامعة منيسوتا. وفى عام ١٩٤٦ حصل أخيرًا على وظيفة أكاديمية طوال الوقت بجامعة شيكاغو. وهناك أقام لمدة ثلاثين عامًا، وهو يعمل ويضم بحماس أدوار الباحث الأكاديمى والمساند السياسى.

* * * *

---

(1) Lanny Ebenstein, Milton Friedman: A Biography (New York: Palgrave, 2007), 18

(2) Milton and Rose Friedman, Two Lucky People, 58

وفى وقت مبكر حوالى عام ١٩٤٦، قام فريدمان وجورج ستيجلر، وهو ناقد بارز للتدخل الحكومى تولى التدريس لعدة سنوات بجامعة شيكاغو، بإصدار نشرة جادلا فيها بأن تحديد الإيجارات وليس نقص أراضى البناء أو جشع الملاّك كان المسئول عن نقص وجود الشقق السكنية ذات الإيجارات المعقولة. وتقاسمت المقالة السببين مع كثير من إصدارات فريدمان التالية. وأخذت فكرة اقتصادية بسيطة - قانون العرض والطلب - وقامت بتطبيقه على مشكلة عملية، وأثبتت شعبيتها مع مصالح منشآت الأعمال. وقامت الجمعية الوطنية للمجالس العقارية ***The National Association of Real Estate Boards*** بتوزيع نصف مليون نسخة من المقال.

وفى عام ١٩٤٧ ذهب فريدمان وستيجلر إلى سويسرا ليشهدا الاجتماع الأول لما أصبح بعد ذلك جمعية مونت بيليران ***The Mont Pelerin Society*** وهى جمعية دولية للأكاديميين المحافظين والليبراليين (وقد شهد هايك ***Hayek*** الاجتماع أيضًا)[١]. وفى أثناء الخمسينيات من القرن العشرين شارك فريدمان فى سلسلة من المؤتمرات التى نظمها صندوق ويليام فولكر ***William Volker Fund*** اليمينى، والتى قام فيها بإلقاء محاضرات على مجموعات من العلماء الشبان ذوى الأحاسيس الفائقة. وقد شكلت هذه المحاضرات أساسًا لكتابه "الرأسمالية والحرية" ***Capitalism and Freedom***، الذى كان بمثابة الوحى لجيل كامل من المحافظين. ومع ذلك ففى وقت صدور الكتاب، لم يسمع به سوى قليل من خارج مهنة الاقتصاد. ولم يصدر عنه أى استعراض أو نقد فى أى نشرة أمريكية إلا المجلة الاقتصادية الأمريكية ***The American Economic Review***. وقد تذكر فريدمان فيما بعد، "لقد كنت أستاذًا مثبتًا فى جامعة شيكاغو، وكنت معروفًا جدًا فى العالم الأكاديمى - ومن غير المفهـــوم أن يصـــدر كتاب على الجانب الآخر بواسطة شخص فى نفس منصبى ولا يتم نقده أو استعراضه فى كل مطبوعة، مثل النيويورك تايمز، وشيكاغو تريبيون"[٢].

---

(1) Friedman and Stigler Pamphlet: Ebenstein, Milton Friedman, 50

(٢) نفس المرجع السابق، صفحة ١٣٧

ومن نواح عديدة، فإن كتاب "الرأسمالية والحرية" كان صياغة أمريكية لكتاب هايك "الطريق إلى العبودية" *Road to Serfdom*. ومثل هايك، صور فريدمان الخيارات التى تواجه المجتمعات الديمقراطية فى عبارات واضحة ومبسطة. وكتب "ليس هناك بصفة أساسية سوى طريقين لتنسيق نواحى النشاط الاقتصادى للملايين: أحدهما هو الاتجاه المركزى الذى يتضمن استخدام الاضطهاد – أسلوب الجيش والدول الديكتاتورية الحديثة، والآخر هو التعاون الاختيارى بين الأفراد – أسلوب السوق الحر"[1]. وبالنسبة لفريدمان، كان الاختيار سهلاً بين نظامى التنظيم. "إن عقولنا تخبرنا، ويؤكد التاريخ، أن التهديد الكبير للحرية إنما هو تركيز سلطة الحكومـــة". كتب ذلك فـــى ص٢، ومضى ليقول "إن نطاق الحكومة يجب أن يكون محدودًا"[2].

وعند ذكره آدم سميث، أقر فريدمان بالحاجة إلى بعض نواحى النشاط الحكومى، مثل الدفاع الوطنى، إنفاذ القانون. وعلى نقيض سميث، برغم ذلك، فإنه تساءل عن تدخل الحكومة فى المشروعات العامة، مثل بناء الطرق، وتوفير التعليم العام، والذى جادل فيه بإمكان قيام السوق بتوفيره. ولا يوجد شيء لا يمكن للسوق توفيره ما لم يكن متخصصًا. وجاء بقائمة تضم أربعة عشر مجالاً لا ضرورة فيها للتدخل الحكومى وتضم الرسوم الجمركية على السلع المستوردة، والتأمين الاجتماعى، والإسكان العام، واحتكار البريد فى الولايات المتحدة، وتحديد ملكية محطات الراديو والتليفزيون، ووضع قواعد تنظيمية للنظام المصرفى. "والقائمة بعيدة تماما عن أن تكون شاملة"[3] كما أضاف فريدمان.

---

(1) *Milton Friedman, Capitalism and Freedom (Chicago: Chicago University Press, 1962), 13*

(2) *Milton Friedman, Capitalism and Freedom (Chicago: Chicago University Press, 1962), 3*

(٣) نفس المرجع السابق، صفحة ٣٥

وبالانتقال إلى نواح أخرى، جادل بأن مشكلة الاحتكار قد جرت المبالغة فيها. وطالب بتقنين الأدوية غير المرخص بها، وإنشاء مدارس يديرها القطاع الخاص لتنافس المدارس العامة، واستبدال الضريبة التصاعدية على الدخل بضريبة موحدة، وإلغاء المتنزهات العامة مثل يللوستون ***Yellowstonp*** وجراند كانيون ***Grand Canyon***، معلقًا بأنه "إذا كان الجمهور يريد هذا النوع من النشاط بدرجة تكفى لجعله يقبل الدفع من أجل الاستمتاع بها، فيمكن أن يكون لدى المنشآت الخاصة الحافز الكافى لتقديم هذه المتنزهات"[١]. وكانت بعض توصيات فريدمان سليمة من الناحية الاقتصادية، وبعضها الآخر لم يكن. (وفيما عدا سلطة الحكومة فى امتلاك العقارات وإعادة تخطيط الأرض، فإن الصعوبات العملية فى إنشاء متنزه وطنى لا يمكن التغلب عليها" كما عرض معظم أشكال التنظيم، وكان سلوكه تجاه الحكومة سلوكًا متواصلاً من الشكوك، وكتب "إن نواحى التقدم العظيمة للحضارة سواءً فى العمارة أو الرسم، فى الأدب أو فى العلوم، فى الصناعة أو فى الزراعة لم تأت مطلقًا من حكومة مركزية"[٢]. "إن كولومبس لم يبحر ساعيًا للبحث عن طريق جديد إلى الصين استجابة لتوجيه الأغلبية البرلمانية، على الرغم من تمويله جزئيًا من ملكية مطلقة. كما أن نيوتن ***Neution*** ، وليبنتز ***Leibniz***، وإينشتين ***Enistein***، وبوهر ***Bohr***، وشكسبير ***Shakespeare***، وميلتون ***Miltion***، وباسترناك ***Pasternak***، وجين آدامز ***Jane Addams***، وفلورنس نايتنجيل ***Florence Nightgale*** وألبرت شويتزر ***Albert Schweitzer*** لم يقم أحد منهم بفتح حدود جديدة فى المعرفة البشرية والفهم، أو فى الإمكانات التقنية، أو فى تخفيف بؤس البشرية استجابة لتوجيهات حكومية".

---

(١) نفس المرجع السابق، صفحة ٣١

(2) Milton Friedman, Capitalism and Freedom (Chicago: Chicago University Press, 1962), 3

وعلى الرغم من أن قدرًا كبيرًا من الكتاب قد احتلته مناقشة لموضوعات اقتصادية محددة، فقد بدأه فريدمان، وأنهاه بتأملات وآراء فلسفية وسياسية عريضة. "فمن ناحية... تعتبر الحرية الاقتصادية هدفا فى حد ذاتها."(١) كما كتب "ومن الناحية الثانية فإن الحرية الاقتصادية أيضا وسيلة لا يمكن الاستغناء عنها تجاه تحقيق الحرية السياسية"، وعلى الرغم من أنه لم يذهب بعيدًا مثل هايك فى رؤيته بأن الولايات المتحدة والدول الغربية الأخرى أصبحت على حافة أن تصبح دولاً جماعية (ديكتاتورية)، إلا أنه أصرَّ على أن التوسع الحكومى قد فرض تهديدًا أساسيًا على حريات الأمريكيين. ولاحظ أن "الدليل التاريخى يتحدث بصوت واحد عن العلاقة بين الحرية السياسية وحرية السوق"(٢) كما قال "إننى لا أعرف مثالاً واحدًا سواء فى الزمن أو فى المكان عن مجتمع اتصف بقدر ضخم من الحرية السياسية. ولم يستخدم أيضًا بعض الأشياء التى تقارن بالأسواق الحرة لتنظيم معظم نشاطه الاقتصادى".

فى حياته المهنية، كان فريدمان أساسًا اقتصاديًا كليًا ***macroeconomist***. وهنا، أيضًا، كان لعمله حافة اقتصادية. ومن الأمور القابلة للجدل، كانت المهمة الأكثر استعجالاً التى تواجه المحافظين فى عالم ما بعد الحرب هى مواجهة الاتفاق الذى كان يقول بأن الرأسمالية غير المنظمة قد فشلت فى أثناء الهبوط العالمى فى ثلاثينيات القرن العشرين. وقبل إمكان العودة بجدية مرّةَ أخرى إلى سياسات حرية السوق ***Laissez-faire*** فإن شيئًا ما (أو شخصًا ما) ينبغى أن يوجه إليه اللوم بشأن الكساد العظيم. وكان فريدمان مرشحًا لمجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى الذى كان قد تم تأسيسه فى عام ١٩١٣ وأعطى صلاحية تحقيق استقرار الاقتصاد، ومنع حالات الذعر المالى.

---

(١) نفس المرجع السابق، صفحة ٨
(٢) نفس المرجع السابق، صفحة ٩

وقبل إصدار كتاب "التاريخ النقدى للولايات المتحدة ***A Monetary History of the U.S*** فى عام ١٩٦٣، الذى ألفه فريدمان بالمشاركة مع أنًا شوارتز ***Anna J.Schwartz***، وهى اقتصادية بالمكتب الوطنى للبحوث الاقتصادية ***National Bureau of Economic Research***، كان معظم العلماء الاقتصاديين قد ألقوا باللوم عن الكساد العظيم على الإسراف فى المضاربات غير المسئولة فى خلال عشرينيات القرن الماضى، وانهيار سوق الأوراق المالية فى عام ١٩٢٩، وقانون سموت – هاولى للرسوم الجمركية ***Smoot – Hawley Tariff Act*** لعام ١٩٣٠، والممارسات التقليدية لتوازن الموازنة لهربرت هوفر ***Herbert Hoover***، أو مزيج مما ذكر أعلاه. أما فريدمان وشوارتز اللذان كان لديهما كنز هائل من الأدلة الإحصائية فقد جادلا بأن المتهم الحقيقى هو الهبوط الحاد فى الرصيد النقدى والذى يفترض أنه تحت إدارة الاحتياطى الفيدرالى. وفيما بين صيف ١٩٢٩ وربيع عام ١٩٣٣، هبط إجمالى النقد المتداول والودائع تحت الطلب فى البنوك بنحو الثلث. وقد جادل فريدمان وشوارتز ولو كان الاحتياطى الفيدرالى قد قام بضخ نقود أكثر فى الاقتصاد لكان من الممكن تفادى الكارثة: "إن الكساد العظيم، مثل معظم الفترات الأخرى التى كانت تسودها البطالة القاسية، كانت نتيجة لسوء الإدارة الحكومية وليس نتيجة لأى عدم استقرار متأصل فى الاقتصاد الخاص، ونظام الاحتياطى الفيدرالى – باعتباره وكالة أنشأتها الحكومة فقد عهدت إليه المسئولية بشكل غير ملائم حتى يحوّل ما كان بدون تداخله سيكون تقلصًا متواضعًا إلى كارثة رئيسية"[١].

هذا ليس المكان لمناقشة طويلة عن افتراضات فريدمان وشوارتز، والتى لم تكـن فعلاً أصلية بتاتًا. (فى وقت مبكر من عام ١٩٣٣، انتقد إيرفينج فيشر

---

(1) Ebenstein, Milton Friedman, 118

Irving Fisher اقتصادى جامعة ييل، الاحتياطى الفيدرالى لعدم الرد بالشدة الكافية على الهبوط الاقتصادى فى الفترة ٣٠-١٩٣٢). وفيما بين الاقتصاديين الرئيسيين، كان هناك اتفاق عام حتى وقت قريب، أن فريدمان وشوارتز كانا على صواب إلى حد كبير، وفى عام ٢٠٠٢، فى مؤتمر تم تنظيمه للاحتفال بعيد الميلاد التسعينى لفريدمان، أتم بن برنانكى الذى كان محافظ الاحتياطى الفيدرالى، نظرة إلى الخلف على كتاب التاريخ النقدى للولايات المتحدة *A Monetary History of the U.S* بهذه الكلمات "أود أن أقول لميلتون وأنا: بشأن الكساد العظيم، لقد كنتما على صواب، نحن الذين فعلناه. وإننا آسفون جدًا لذلك. ولكن شكرًا لكم، فلن نفعل ذلك مرة أخرى"(١).

وعلى النقيض من بعض الاتباع المحدثين، فإن فريدمان كان على وعى جيد بالأخطار التى يمكن أن تثور فى نظام مالى غير منتظم. وفى التاريخ النقدى، خصص هو وشوارتز مساحة معقولة للأزمات المصرفية فى الأعوام ١٨٧٣، ١٨٨٤، ١٨٩٠، ١٨٩٣، ١٩٠٧ والتى أدت إلى تكوين وإنشاء الاحتياطى الفيدرالى. وفى كتاب الرأسمالية والحرية، قام بتفسير كيف أن البنك جرت مواجهته بطلبات للنقود من مودعيه ودائنيه "وهو ما سيفرض ضغطًا على البنوك الأخرى من خلال طلب القروض أو بيع استثماراتنا أو سحب الودائع، وهذه البنوك الأخرى بدورها ستفرض ضغطا على البنوك الأخرى بدورها وهكذا. وهذه الدائرة الخبيثة إذا ما سمح لها بالاستمرار، فإنها ستنمو بنفسها مع محاولات البنوك للحصول على النقد، والذى يؤدى إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية، وهو ما يؤدى بدوره إلى إعسار البنوك، التى كانت بدون هذه الضائقة ستكون سليمة تمامًا، ويهز الثقة لدى المودعين، ويبدأ الحلقة مرة أخرى من جديد"(٢) وهذا وصف موجز لما يطلق عليه "العدوى". وعلى أى حال، فإن فريدمان جادل بأن أفضل طريقة هى تحقيق

---

(1) Ben Bernanke, remarks at the Conference to Honor Milton Friedman, University of Chicago, Chicago, Illinois, November 8, 2002. يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
http://federalreserve.gov/broaddocs/speeches/2002/20021108/default.htm

(2) Friedman, Capitalism and Freedom, 47

استقرار القطاع المالى، وأيضًا الاقتصاد بأسره، ليست عن طــريق تقوية التنظيم أو دعم السلطات الاختيارية للبنك المركزى، وبدلاً من ذلك قال إن الكونجرس ينبغى أن يصدر قانونًا، يعطى أوامر للاحتياطى الفيدرالى أن يحقق معدل نمو محدد للرصيد النقدى – كانت النسبة ما بين ٣% و٥% سنويًا. هذا النطاق المفضل لديه – وترك الأمور عند هذا المعدل – واستهداف عرض النقود سيعمل على المحافظة على التضخم تحت السيطرة، كما سيحافظ على الاستقرار الاقتصادى: وهذا هو المذهب النقدى.

ومن الصعب الآن أن ننقل مدى حدة الجدل الذى جعل افريدمان يربط بين الأهداف النقدية وهجماته على فكرة كينز فى إدارة الاقتصاد من خلال التغيير فى الضرائب وفى الإنفاق الحكومى. وبدا أن المشاركين كانوا يتحدثون واحدًا بعد الآخر، مستخدمين أطرًا مرجعية مختلفة تمام الاختلاف: وكان فريدمان يجب أن يدخل النظرية القديمة لكمية النقود "***Quantity theory money***" والتى يعتبرها كثير من منتقديه نظرية بالية ولا أمل من وراء استخدامها. ومع تجنبه المناقشات النقدية الغامضة، فإنه كان أساسًا يعمل على إحياء وجهة النظر التى تنادى بحرية الاقتصاد ***laissez-faire*** باعتبارها آلية ذاتية التصحيح، إذا تركت لوسائلها الذاتية فإنها سرعان ما تنجذب إلى حالة تصبح فيها معظم الموارد المتاحة بما فى ذلك معظم العمال، موظفة توظيفًا منتخبًا. وكان الكينزيون يعتبرون الاقتصاد على أحسن الأحوال "راكدًا" ***Sluggish*** وفى أسوأ الحالات غير مستقر ومتقلب تمامًا "***downright unstable***". وبدون الإشراف النشيط – الذى كان يطلق عليه حينئذ "الضبط الدقيق ***fine tuning***" – فإن البطالة يمكن أن تستمر لفترات طويلة من الزمن، وهناك أيضًا حتى إمكان عودة كساد عظيم آخر.

فى ديسمبر ١٩٦٧، وفى خطاب رئاسى إلى الجمعية الأمريكية الاقتصادية ***American Economic Assoc.***، أعلن فريدمان آراءه مخففًا حججه بصياغتها فى

لغة نظرية التوازن العام، التى نادرًا ما استخدمها، وقال هناك دائمًا بعض الناس بدون عمل. وبعضهم ربما فقد وظيفته بسبب إغلاق المصانع، بينما يكون آخرون قد تركوا العمل بحثًا عن وظائف تقدم أجرًا أعلى، أو أنهم قد انتقلوا إلى مدينة أخرى. وهذا المعدل "الطبيعى" للبطالة "لا يمكن تجنبه". وإذا ما سعت الحكومة لتخفيضه أو التخلص منه عن طريق خفض الضرائب، مثلاً، فإن ذلك سيخلق تضخمًا أكبر.

وفى إعداده هذه الحجة، حدّد فريدمان بدقة إحدى النقاط الضعيفة فى التوافق الكينزى، ففى خلال الستينيات من القرن العشرين، اعتقد كثير من الاقتصاديين الكينزيين اعتمادًا على البيانات التى جمعها لأول مرة أ.و.هــ (بيل) فيليبس ***A.W.H ("Bill") Phillips*** من مدرسة لندن للاقتصاد ***LSE***، أنه كانت هناك علاقة عكسية بين البطالة والتضخم وظهر أن منحنى فيليبس ***Phillips Curve***، كما أصبح يطلق عليه، يعنى ضمنًا أنه إذا كان صناع السياسات يرحبون بقليل من زيادة التضخم، فمن الممكن أن يعملوا على تخفيض البطالة. وقد اختلف فريدمان مع هذا الرأى. وقال إذا تمكنت الحكومة من تخفيض البطالة إلى أدنى من معدلها الطبيعى، فإن العمال سيطالبون برفع الأجور، وتقوم المنشآت بزيادة الأسعار، وهو ما سيؤدى إلى ارتفاع التضخم. وفى السعى إلى منع المنحنى الحلزونى للتضخم، فإن الحكومة فى نهاية الأمر لابد أن تسمح بارتفاع البطالة إلى معدلاتها الطبيعية مرة أخرى. ويقول فريدمان "إن هناك دائمًا تبادل مؤقت فيما بين التضخم والبطالة، وليس هناك تبادل دائم"[١].

(١) ورقة بحثية ***Milton Friedman, "The Role of Monetary Policy," American Economic Review 58, no. 1 (March 1968): 11; from presidential address delivered at the American Economic Association, Washington DC, December 29, 1967***

وفى عام ١٩٦٧، وبضع سنوات قليلة بعده، لم يكن لرأى فريدمان أى صدى. وبدا أن "الضبط الدقيق ***Fine Tuning***" كان يعمل بشكل جيد. وفى عام ١٩٧١ وصف ريتشارد نيكسون بأنه "كينزى فى الاقتصاد"[١]. ولكن مع تقدم السبعينيات فى القرن العشرين، انهار منحنى فيليبس، وقفز معدل التضخم إلى نسبة مئوية ذات رقمين، ولكن البطالة لم تنخفض، بل ارتفعت. وهى ظاهرة أصبحت تعرف باسم الركود التضخمى ***Stagflation***. وأصبح الاقتصاديون الكينزيون الرئيسيون فى حيرة من ناحية تفسير ما الذى يحدث. وكان فريدمان واقتصادى جامعة كولومبيا إدموند فيلبس ***Edmund Phelps*** الذى ساعد فى الفكرة الرائدة للمعدل الطبيعى للبطالة، يبدوان وكأنهما عرّافان. وعلق روبرت لوكاس ***Ropert Lucas*** أحد زملاء فريدمان فى شيكاغو "إن فريدمان وفيلبس لم تكن لديهما وسيلة للتنبؤ مشروطًا، بحيث لا ينبغى أن يكون معدل البطالة فى المتوسط فى عقد التضخم المرتفع أقل من عقد التضخم المنخفض. لقد كان لدينا عقد التضخم المرتفع، ومعه بشكل محدد تمييز تجريبى كما هو محتمل أن يشهده الاقتصاد الكلى وكان فريدمان وفيلبس على حق. وكان الأمر فى الواقع بسيطًا"[٢].

وقد أدى الركود التضخمى فى السبعينيات من القرن الماضى إلى تجريد المذهب الكينزى للضبط الدقيق من الثقة التى كان يتمتع بها ومهد الطريق إلى إحياء الاقتصاد المحافظ. أخبر جيمس كالاجان ***James Callaghan*** رئيس وزراء بريطانيا العمالى، حزبه فى المؤتمر السنوى، "إننا قد تعودنا على التفكير بأنك يمكن أن تزيد الإنفاق حتى تخرج من وهدة الركود وتزيد العمالة من خلال تخفيض الضرائب ودفع الإنفاق الحكومى نحو الزيادة. وأنا أخبركم الآن بكل

---

(١) انظر. *David R. Francis, "Supply Siders Take Some Lumps," Christian Science Monitor, October 1, 2007*

(2) Milton and Rose Friedman, Two Lucky People, 231-32

صراحة ووضوح أن هذا الخيار لم يعد موجودًا، وأنه طوال المدة التى كان موجودًا وقائمًا فيها، لم يعمل فى كل مناسبة منذ الحرب إلا عن طريق ضخ جرعات أكبر من التضخم فى الاقتصاد، يتبعها مستوى أعلى من البطالة كخطوة تالية... والآن لا يمكنكم، إذا ما كان ذلك فى إمكانكم، أن تزيدوا من إنفاقكم للخروج من الركود".

وفى الواقع، لم يكن فى أعمال فريدمان ما يوحى بأنه فى أثناء الانهيار، سيتوقف العلاج الكينزى التقليدى لدفع الإنفاق الحكومى نحو الزيادة. وبدلاً من ذلك، فان نظرية المعدل الطبيعى كانت تصر بشدة على أن الاقتصاد قد حقق توازنًا ذاتيًا، ومن ثم فإن حالات الركود الطويلة لا يمكن أن تحدث وأن تفجير عمليات الضخ الكينزى لم تعد ضرورية. وبهذا المعنى فإن فريدمان لم يقهر الكينزية تمامًا بمعنى إخراجها من الوجود. ولكن فى اضطراب السبعينيات، مع عنف انتشار التضخم والاضطرابات العمالية، لم يتنبه سوى قليل إلى النواحى الخفية للنظرية الاقتصادية. لقد أصبحت الكينزية فى موقف مخزٍ. وكان فريدمان يتمتع بلحظات انتصاره. وعندما صدر كتاب "حرية الاختيار ***Free to Choose***" فى يناير ١٩٨٠، كان هو أشهر الاقتصاديين فى العالم بدون منازع. وكان الكتاب المصحوب بفيلم تليفزيونى تسجيلى من عشرة أجزاء، قد تمت ترجمته إلى سبع عشرة لغة، ليس من بينها طبعات ممنوعة فى الاتحاد السوفييتى وبولندا (***Samizdat***). وقد بلغت مبيعات الكتاب المجلدة نحو أربعمائة ألف نسخة، أما النسخ ذات الغلاف الورقى والطبعات الأجنبية فقد بلغت مبيعاتها مليون نسخة أخرى.

كان فريدمان قد كتب هذا الكتاب مع زوجته روز، بعد ثمانية عشر عامًا من صدور كتابه "الرأسمالية والحرية" ***Capitalism and Freedom***، وكان بيانًا آخر مضادًا للحكومات. وقد هاجم آل فريدمان إدارة الأغذية والأدوية ***Food and Drug Administration*** ولجنة

المحافظة على أمان المستهلك ولجنة السندات والبورصات *The Securities & Exchange Commission*، ووكالة الحماية البيئية، ولجنة التجارة الفيدرالية، وقسم مناهضة الاحتكار التابع لوزارة العدل، لمقاومتها وخنقها للابتكارات وتحميل الصناعات بتكاليف غير ضرورية، وقد كتبا "لقد تراكمت لدينا حتى الآن دلائل كثيرة تدل على أن اللائحة التنظيمية لإدارة الأغذية والأدوية *FDA* مضادة للإنتاج. وأنها قد أحدثت ضررًا أكبر من خلال تأخير التقدم فى الإنتاج والتوزيع للأدوية ذات القيمـــة، أكثـــر ممـــا قدمت من نفع عن طريق منع توزيع الأدوية الضارة أو غير الفعالة"(١).

وأصر فريدمان، على أن التشريع التنظيمى العملى الوحيد هو التنظيم الذاتى. وكتب "إذا قدم لك أحد أصحاب المحلات سلعًا ذات جودة متدنية أو بأسعار أعلى عن الآخرين، فإنك لن تستمر فى التعامل مع محله"(٢). إن شركات الأدوية، إذا ما تركت لشأنها، فإنها ستمتنع عن توزيع المنتجات الخطرة، نظرًا لأن ذلك لن يكون سوى ممارسة سيئة جدًا للأعمال. وليس طريقًا لتنمية مجموعة من العملاء المخلصين الأوفياء. وبالمثل فإن الشركات الصناعية مثل جنرال إليكتريك وجنرال موتورز لن تخطر بتلطيخ أسمائها وعلاماتها التجارية عن طريق توزيع منتجات معيبة أو غير آمنة. "إن المستهلك تتوافر له الحماية من استغلال أحد الباعة عن طريق وجود بائع آخر يمكنه الشراء منه، بل ويكون متحمسًا للبيع له. ووجود المصادر البديلة للعرض تحمى المستهلك أكثر كثيرًا وبفعالية تفوق كل رالف نادر فى العالم"(٣).

---

(1) Milton and Rose Friedman, Free to Choose (New York: Avon Books, 1971), 195

(2) Milton and Rose Friedman, Free to Choose (New York: Avon Books, 1971), 212

(٣) نفس المرجع السابق، صفحة ٢١٥

ولو كان فريدمان قد اشتهر فقط كمدافع عن منشآت الأعمال الكبيرة ونصيرًا للمذهب النقدى، فإنه لم يكن سيمارس مثل هذا القدر من النفوذ الذى حظى به. ولكنه غلّف مقترحاته بذكاء ليوهن البرامج الحكومية ويعمل على تخفيض الضرائب باللغة الخشنة للفردية الأمريكية. وقد تساءل هو وزوجته روز، ما الذى سيبقى من العبقرية الأمريكية "إذا ما استمررنا نمنح سلطة أكبر للحكومة، والترخيص "لطبقة جديدة" من موظفى الحكومة بإنفاق أجزاء متزايدة من دخولنا، بافتراض أن هذا الإنفاق لمصلحتنا. إننا عاجلاً أم آجلاً – وربما فى وقت أسرع مما يتوقعه كثير منا – ستكون لدينا حكومة أكبر كثيرًا تدمر الرخاء الذى ندين به للسوق الحر والحرية الإنسانية المعلنة بفصاحة ووضوح فى إعلان الاستقلال"[١].

باختصار، فإن الاستغناء عن مسئولى التنظيم الفيدراليين، وتخفيض برامج الرفاهة، وتخفيض الضرائب على الأغنياء لا يتمثل مجرد عودة إلى الاقتصاد السليم، ولكنها التزام أخلاقى. وكتب آل فريدمان فى الصفحة الأخيرة من الكتاب "إن فكرتى الحرية الإنسانية والحرية الاقتصادية بعملهما معًا قد حققا أقصى ازدهار فى الولايات المتحدة" وهذه الأفكار ما زالت معنا على حد كبير. إننا جميعًا قد أشربنا بها، وهى الآن جزء من نسيج وجودنا. ولكننا كنا ننحرف بعيدًا عنها. وأصبحنا ننسى الحقيقة الأساسية وهى أن أعظم تهديد للحرية الإنسانية هو تركيز القوة فى أيدى الحكومة أو أى شخص آخر... ولحسن الحظ فإننا بدأنا نستيقظ"[٢].

فى إصدارهما لكتاب "حرية الاختيار ***Free to Choose***" فى بداية الثمانينيات أبدى آل فريدمان مهارة تامة فى اختيار التوقيت. فقبل شهرين من تاريخ الإصدار، كان رونالد ريجان قد أعلن ترشيحه للرئاسة. وكان المؤلفان وهما من المحافظين

---

(١) نفس المرجع السابق، صفحة ٢١٥

(2) Milton and Rose Friedman, Free to Choose (New York: Avon Books, 1971), 297

من أصدقائه القدامى. ففى خلال الستينيات عندما كان ريجان محافظًا لكاليفورنيا، ساند فريدمان جهوده لتخفيض الضرائب. وفى عام ١٩٧٦عندما تقدم ريجان للترشيح للرئاسة للمرة الأولى، كان فريدمان من مسانديه. ثم أصبح يعمل مستشارًا اقتصاديًا لحملة ريجان. وبعد الفوز الجمهورى، تم تعيين فريدمان فى المجلس الاستشارى الرئاسى للسياسة الاقتصادية ***President's Economic Policy Advisory Board*** وهو مجموعة من الاقتصاديين المستقلين الذين يلتقون مع ***The Gipper*** بصفة منتظمة ويشجعونه على التمسك بمبادئ المحافظين. وكان "ريجان بصفة خاصة يتعامل مع ميلتون فريدمان"[1]. هكذا كتب مارتين أندرسون فى "الثورة ***The Revolution***" قصة سنوات ريجان. "لم يكن بإكانه أن يقاوم حماس فريدمان "المُعْدى" وكـــانت عينا ريجـــان تشعان سرورًا فى كل مرة كان يدخل فيها فى حوار معه".

لم يكن تأثير فريدمان مقصورًا على الولايات المتحدة. ففى المملكة المتحدة كانت له علاقة طويلة وممتدة مع معهد الشئون الاقتصادية ***Institute of Economic Affairs*** وهو مركز فكرى للسوق الحر وكان محافظًا على استمرار هجومه الذى لا يفتر على السياسات الكينزية التى اتبعتها الحكومة البريطانية فى ستينيات وسبعينيات القرن العشرين. وقد نشر فريدمان عددًا من المقالات لمعهد الشئون الاقتصادية (***IEA***)، كان معظمها عن السياسة النقدية. وكان كثير من المستشارين الاقتصاديين لمسز تاتشر، والذين كانوا يضمون سير كيث جوزيف ***Sir Keith Joseph*** وسير آلان والترز ***Sir Alan Walters*** وهو أستاذ بمدرسة لندن للاقتصاد ***LSE*** وانتقل بعد ذلك إلى جامعة جون هوبكنز، من الذين تأثروا بشدة بأفكار فريدمان. وفى عام ١٩٨٠، أى بعد سنة من تولى مسز تاتشر لرئاسة الوزراء،

---

(1) Martin Anderson, Revolution (San Diego: Harcourt, 1988), 172

قامت بدعوة فريدمان إلى داوننج ستريت (مقر إقامة رئيس مجلس الوزراء بلندن) حيث طلبت إليه أن يتولى التدريس لبعض الأعضاء المعتدلين (*moderates*) فى مجلس وزرائها.

وأشهر الأمثلة وأكثرها إثارة للجدل عن تأثير فريدمان فى الأحداث عبر البحار كان فى شيلى، حيث قضى ستة أيام فى شهر مارس ١٩٧٥ فى إلقاء المحاضرات وعقد اللقاءات مع أعضاء النظام العسكرى لأوجستو بينوشيه، بمن فيهم الديكتاتور نفسه الذى كان قد قام بانقلاب ضد الحكومة الديمقراطية الاشتراكية برئاسة سلفادور الليندى، والذى قتل كثير من مؤيديه بعد حصارهم. وكان الجنرال بينوشيه قد بدأ سلسلة من الإصلاحات الواسعة لحرية الأسواق، وكان بعضها نتيجة لما أشارت به مجموعة من الاقتصاديين الشبان من شيلى، والذين درسوا فى جامعة شيكاغو، وقد كان أرنولد هاربرجر ***Arnold Harberger***، الأستاذ بجامعة شيكاغو والذى يتحدث الإسبانية وتزوج من شيلية، هو المعلم الإصلاحى الأول لمجموعة "أولاد شيكاغو ***Chicago Boys***" وصاحب فريدمان إلى سانتياجو.

عندما وصل الأستاذان، كان التضخم ينطلق بأكثر من ٥٠٠% سنويًا، وكان بعض زملاء بينوشيه ينصحونه بهجر تجربة السوق الحر. وشجع فريدمان المسئولين فى شيلى على تسريع عملية الإصلاح، وفى خطاب له أمام مجموعة الطلبة قال "إن مشاكل البلاد تكاد تكون كلها تعزى تمامًا إلى الاتجاه الذى استمر أربعين عامًا نحو الجماعية، والاشتراكية وحالة الرفاهة"(١). وعند عودته إلى شيكاغو كتب خطابًا طويلاً إلى الرئيس بينوشيه بادئًا إياه بعبارة "عزيزى السيد الرئيس" والذى نصحه فيه بأن يتبع "برنامج صدمة" يتضمن ضبط عرض النقود،

---

(1) *Naomi Klien, The Shock Doctrine: The Rise of Disaster Capitalism (New York: Metropolitan Books, 2007), 591*

وتخفيض الإنفاق الحكومى بنسبة الربع فى خلال ستة شهـور، وإزالـة "أكثـر ما يمكن من العوائق التى تعوق الآن عمل السوق الخاص".

وقد أخذ بينوشيه بنصيحة فريدمان. وقامت حكومته بإلغاء القيود المفروضة على الأسعار والأجور، وقامت أيضًا ببيع مئات من المنشآت المملوكة للدولة، وتمت خصخصة نظام المعاشات، كما تم تحرير التجارة، وتحرير القطاع المالى. وقد سارت الأمور بشكل طيب لبعض الوقت. وهبط معدل التضخم إلى أقل من ١٠% وتدفقت الاستثمارات الأجنبية إلى البلاد، وارتفع الناتج المحلى الإجمالى ارتفاعًا حادًا. ولكن فى عام ١٩٨٢، هبط اقتصاد شيلى فى جُبٍّ عميق، وظهرت الفضائح المالية، مما أدى إلى فقد الثقة فى مهندسى الازدهار. وفى عام ١٩٨٥، أتت موجه ثانية من الإصلاحيين الاقتصاديين لتولى العمل. وتم استئناف النمو القوى، واستمر بعد استبدال بينوشيه فى عام ١٩٩٠ بالرئيس المنتخب ديمقراطيًا باتريشيو أيلوين ***Patricio Aylwin***. ومنذ أوائل التسعينيات، حصل اقتصاد شيلى على حصته من الارتفاعات والانخفاضات، ولكنه بصفة عامة، تفوق فى أدائه على معظم الاقتصادات الأخرى فى أمريكا اللاتينية. وفى مذكراته عام ١٩٩٨، دافع فريدمان عن زيارته لشيلى وزعم أن خبرة البلاد قد بينت بما يتجاوز كل شك فعالية سياسات السوق الحرة. "ومن عام ١٩٧٣ حتى ١٩٩٥، ارتفع معدل الدخل الفردى الحقيقى بأكثر من مرتين ونصف. وهبط التضخم من ٥٠٠% سنويًا إلى ٨%، وهبطت وفيات الأطفال من ٦٦ إلى ١٣ لكل ١٠٠٠ حالة ولادة أطفال أحياء، وارتفع توقع الحياة عند الولادة من ٦٤ سنة إلى ٧٣ سنة. وتمت استعادة الحرية السياسية الصادقة مع تحول السلطة إلى حكومة منتخبة انتخابًا حرًا"(١).

---

(1) Milton and Rose Friedman, Two Lucky People, 408

وقد يختلف بعض الخبراء فى الاقتصاد الشيلى مع قصة فريدمان التاريخية، ولكن ليس هناك شك فى مدى ومغزى تجربة السوق الحر فى شيلى. وبعد انهيار الاتحاد السوفييتى، قامت روسيا وبولندا وكثير غيرهما من الاقتصادات الانتقالية باتباع برامج "علاج الصدمة" التى، كانت فى بعض الحالات مفصلة بوضوح على غرار المثال الشيلى. وقد ساعد جيل جديد من الاقتصاديين الأمريكيين مثل جيفرى ساكس ***Jeffrey Sachs***، الذى يرأس الآن معهد الأرض ***Earth Institute*** فى جامعة كولومبيا، فى تنظيم هذه التدريبات المثيرة للجدل فى الهندسة الاجتماعية. وكان كثير منهم، بمن فيهم ساكس قد رحّبوا من هارفارد ومعهد ماساتشوستس للتكنولوجيا ببقائهم لفترة طويلة فى القلاع القوية للاقتصاد الكينزى. وبحلول أوائل التسعينيات من القرن الماضى أصبح التمييز التقليدى بين النقديين والكينزيين أقل وضوحًا وأكثر غموضًا. "وكثير من الاقتصاديين الذين كانوا يناصرون التقليد الكينزى كانوا من المساندين الأقوياء لأفكار السوق الحر التى خصص فريدمان حياته لها". وقد سأل لورانس سمرز ***Lawrence Summers*** أحد من قابلوه فى أواخر التسعينيات، عندما كان ما زال نائبًا لوزير الخزانة "وما هو الشيء الوحيد الأكثر أهمية الذى نتعلمه من برنامج الاقتصاد المدرسى اليوم"؟[1] "إن ما حاولت أن أتركه فى طلبتى هو الرأى بأن اليد الخفية أكثر قوة من اليد المستترة. والأمور تحدث فى الجهود جيدة التنظيم بدون توجيهات، أو ضوابط أو خطط. هذا هو التفاهم والتوافق بين الاقتصاديين. وهذا هو تراث هايك. أما بالنسبة لميلتون فريدمان، فقد كان صورة الشيطان فى شبابى. ومع الزمن فقد أصبحت لدىّ مقادير ضخمة من الاحترام مع الضغينة. ومع مرور الزمن أيضًا، تزايد الاحترام بدون الضغينة".

---

(1) Daniel Yergin and Joseph Stanislaw, Commanding Heights (New York: Simon & Schuster, 1998), 150-51

الفصل السابع

الطريقة العشوائية للتمويل

كان أحد الأشياء المثيرة للانتباه فى شأن تنمية الاقتصاد الحديث هو الوقت الذى استغرقه التمويل لكى يعتبر من الموضوعات الجدية. كانت الأسواق المالية موجودة منذ عصور الرومان، عندما كانت الشركات المرخص لها من الدولة تعرف باسم "*Publicani*" أو الشركات العامة، والتى كانت تقوم بكثير من وظائف الإمبراطورية - مثل تحصيل الضرائب، وبناء المعابد، وتطهير الأنهار - وتصدر حصصًا (***Partes***) وسندات. ومع ذلك فإن الأمر استغرق حتى الستينيات والسبعينيات من القرن العشرين حتى بدأت دراسة الأسواق المالية تتكامل مع بقية علم الاقتصاد. ويمكن أن يعزى السبب فى بطء هذا التقدم إلى حقيقة أن الصناعة المالية كانت عادة أصغر كثيرًا مما هى عليه الآن. وحتى وقت إتمام تطوير الصناديق، ووضع خطط المادة ٤٠١ (*K*)(*) من قانون ضرائب الدخل، لم يكن وولس ستريت، وحى السيتى فى لندن، إلى حد كبير، سوى أمكنة لا يـرتـادها

(*) خطة (٤٠١) *K*: هى خطة لمساهمة محدودة تقدمها شركة إلى العاملين بها، وتسمح للعاملين بتجنب مبالغ (لأغراض معاش التقاعد)، وفى بعض الحالات يقوم أصحاب العمل بإضافة مبالغ للمساهمة من جانبهم على أساس دولار مقابل دولار. ويؤدى توزيع المبالغ المجنبة قبل حلول عمر معين محدد إلى فرض غرامة ضريبية. أما الاسم (٤٠١) *K* فقد أتى من رقم المادة التى تصف البرنامج فى قانون هيئة الضرائب الأمريكية (*IRS*).

إلا الأغنياء، والمقامرون، والمحتالون. واتجه الاقتصاديون إلى تقاسم رؤية الشخص العادى بأن الأسواق المالية ببساطة ليست بتلك الأهمية. إن ما كان يقرر رخاء بلدٍ من البلاد، هو كيف يتمكن بفعالية من تعبئة موارده الطبيعية، والالتزامات التى التزم بها بشأن تعليم العاملين، وثمار استثماراته فى العلوم والتكنولوجيا. إن النظام المالى ليس إلا مجرد "حجاب" يغطى الاقتصاد الحقيقى. وقد تقاسم النقديون والكينزيون على حد سواء هذه الطريقة فى النظر إلى الأمور، وفى النموذج النمطى الموجود فى الكتاب الدراسى الذى اعتمد عليه كثير من صناع السياسات، أى القطاع المالى بأسره قد تم تصنيفه فى معادلة واحدة.

وعند تحليل كيف تؤدى تغيرات السياسة إلى التأثير فى الاقتصاد فى ناحية تلو أخرى، فإن هذا التجاهل للتمويل كان تبسيطًا يمكن الدفاع عنه. وإذا ما نظرت إليه نظرة طويلة الأجل، لم يكن بذى مغزى كبير. إن التنمية الاقتصادية هى عملية لتراكم رأس المال، وتلعب الأسواق المالية دورًا رئيسيًا فى توزيع رأس المال الاستثمارى بين المشروعات المتنافسة. ومع مخاطرة الإفراط فى استخدام ما يعتبر الآن استعارة مألوفة، فإن الأسواق المالية هى المعالج المركزى لنظام هايك للاتصالات السلكية واللاسلكية، فهى تدخل بها المعلومات عن التوقعات المقبلة للشركات كلاً على حدة وعن الاقتصاد فى مجموعه، وتخرج توقعات الأسعار للأسهم والسندات وغير ذلك من الأصول المالية. وإذا ما عملت الأسواق المالية بشكل سليم، فإنها تساعد على ازدهار الاقتصاد، وإذا ما فشلت فى تقديم التمويل للمشروعات الرأسمالية الجديرة، أو إذا ما حولت الأموال إلى مشروعات غير جديرة بالاستثمار أو إلى فقاعات مضاربة أو إلى نزوات، فإنها تصبح عائقًا للاقتصاد.

وفى خلال سنوات الستينيات والسبعينيات من القرن العشرين، قامت مجموعة من الاقتصاديين، كثير منهم من المتعاملين مع جامعة شيكاغو، بالترويج لفكرة معاكسة للحدس البديهى، وهى أن المعالج المركزى يعمل بكفاءة تامة، وأن فقاعات المضاربة غير موجودة. أما افتراض السوق الكفء ***efficient market*** الذى روج له إيوجين فاما ***Eugene Fama*** أحد تلاميذ فريدمان فَينُص على أن الأسواق المالية دائمًا ما تولِّد الأسعار الصحيحة، إذا ما أخذت فى الحسبان كافة المعلومات المتاحة. فما الذى يعنيه هذا؟ فى حالة شركة منفردة، يعنى أن أسعار الأسهم تعكس بصدق أفضل تخمينات المحللين، والمستثمرين - بل وحتى إدارة المنشأة بشأن توقعات أرباحها فى المستقبل. وفى حالة سلعة ما، مثل البترول الخام، أو الذهب، فإن الأسعار الحاضرة ***Spot Prices*** تأخذ فى الحسبان كل شىء معروف عن أسهم المصدر، والطلب المستقبل، وتطورات تنمية البدائل المحتملة، مثل الوقود العضوى ***Biofuel***. وبالمثل، فإن أسعار السندات التى تصدرها الحكومة البرازيلية أو الحكومة الروسية إنما تعكس احتمال تعثر ساو باولو، أو موسكو فى سداد التزاماتها.

وباختصار، فإن الأسعار المالية مرتبطة بالأسس الاقتصادية؛ أى أنها لا تعكس أى تشاؤم غير ضرورى، أو أى حماسة بدون داع ***Irrational Exuberance*** - وهى الجملة الشهيرة التى أدخلها ألان جرينسبان إلى قاموس المصطلحات الأمريكية فى ديسمبر ١٩٩٦. وإذا ما ارتفعت الأسواق بما يتعدى المستويات التى تبررها الأسس الاقتصادية، فإن المضاربين الذين تتوافر لديهم معلومات جيدة يدخلون إلى السوق ويبيعون حتى تعود الأسعار إلى مستوياتها الصحيحة. أما إذا ما هبطت الأسعار إلى أدنى من قيمتها الحقيقية، فإن المضاربين يدخلون ويشترون. ومن السهل رؤية كيفية وقوع اقتصادى السوق الحر فى حب ذلك المنطق، الذى عبر عنه فريدمان بوضوح فى مقال له عام ١٩٥١ عن أسعار صرف العملات،

لأنه يوحى بأن نظرية اليد الخفية تعمل فى وول ستريت بنفس الفعالية التى تعمل بها فى مين ستريت.

وبالنسبة للشخص الذى لا تتوافر لديه ميزة الحصول على درجة عليا فى الاقتصاد أو التمويل، فقد يكون من الصعب عليه قبول أن الخسائر فى مؤشر داو *Dow* و *S&P* (ستندرد أند بورز) تعكس تشغيلاً هادئًا ورشيدًا لمعلومات جديدة من جانب المستثمرين، حتى أن تضاعف قيمة المساكن إلى ثلاثة أمثالها فى بعض أنحاء البلاد فيما بين ١٩٩٦ و ٢٠٠٦ لم يكن شيئًا غير ملائم، وأن أسعار البترول الخام كانت صحيحة عند ٥٠ دولارًا للبرميل فى يناير ٢٠٠٧، وكانت قيمتها أيضًا معقولة عند ١٤٠ دولارًا للبرميل فى يونيه ٢٠٠٨، وكانت أيضًا صحيحة عندما بلغت قيمة البرميل ٤٠ دولارًا فى فبراير ٢٠٠٩. ولكن هذه هى الرسالة عن الفروض ذات الكفاءة للسوق. وإذا ما تغير سعر أحد الأسهم، فإن ذلك يعنى أن شخصًا ما فى مكان ما قد رفع الغطاء عن بعض المعلومات ذات الصلة. وربما يكون أحد أقسام المنشأة يعمل بطريقة سيئة، أو قد يكون أحد المنافسين قد توصل إلى أحد المنتجات الجديدة المثيرة. وبمجرد أن يحدث رد فعل المستثمرين على الأخبار وعلى عملية التعديل الذى يفترض أن يكون عاجلاً إن لم يكن فى نفس الوقت، فإن الأسعار ستعكس مرة أخرى القيم الأساسية.

وعلى غرار النواحى الأخرى لمعضلة السوق الحر، فإن افتراض كفاءة السوق الحر تقوم على بعض الملاحظات المعقولة. وكما أن أى شخص قد حاول وضع يده أو يدها على الاستثمار سيشهد ويؤكد، فإن التنبؤ بما سيحدث فى الأسواق المالية بعد الآن أمر شديد الصعوبة. وفى كثير من الأحيان يكون مستحيلاً. وعلى النقيض من كثير من النظريات الواردة فى هذا الكتاب، فإن هذه النظرية يمكن عرضها بدون أى رموز إغريقية، ولكننا بدلاً من ذلك سنستخدم

يشير إليها علماء المنطق بأنها الدليل من خلال التناقض. ولنفترض، للحظة، أن هناك طريقة يمكن الاعتماد عليها للتنبؤ بالسوق المالية. ومع افتراض وجود كافة الموارد المادية والبشرية المخصصة للصناعة المالية، فإن من المؤكد أن شخصًا ما في مكان ما سيجد هذه الطريقة. وهذا العبقرى، أو مجموعة العباقرة، سيحصل على مقادير ضخمة من الأموال. ولكن الصناعة المالية شديدة التنافسية، وليست هناك حقوق ملكية أو براءات مسجلة عن الأفكار الذكية. وقبل مرور وقت طويل، فإن المستثمرين الآخرين سيسمعون عن الطرق العبقرية ويقومون بتقليدها. وعندما يحدث ذلك، فإن السوق سينضم إليه المعلومات الجديدة وأما العائدات الوفيرة التى كان يحققها العباقرة فستتم مراجعتها أو موازنتها. ولن يجدى بعدئذ استخدام التنبؤات، وسيعود السوق إلى حالة يمكن معها سَبْر غوره.

وكان الشخص الأول الذى يضع هذا المنطق هو لويس باكلييه ***Louis Bachelier***، وهو عالم رياضيات فرنسى، كتب فى عام ١٩٠٠ رسالة دكتوراه بعنوان "نظرية المضاربة ***The Theory of Speculation***"[١]. وقد لاحظ باكلييه أنه إذا ما أخذ سهم معين فى أى لحظة من الزمن، فإن بعض المتفائلين سيظنون أنه سيرتفع، بينما يظن بعض المتشائمين أنه سينخفض. فإذا كانت هناك أكثرية من المتفائلين تفوق المتشائمين فإن مشترياتهم ستؤدى إلى رفع السعر. بينما لو كانت هناك أعداد أكبر من المتشائمين فإن قيامهم بالبيع سيؤدى إلى انخفاض السعر. وسيظل سعر السهم يتحرك صعودًا وهبوطًا حتى تلغى التوقعات المتفائلة والمتشائمة بعضها بعضًا، وعند هذه النقطة، ونظرًا لعدم وجود سبب يبرر افتراض أن إحدى المجموعتين كانت لديها معلومات تتفوق على ما لدى الأخرى، تكون لدى المضارب فرصة متساوية للربح أو الخسارة. فهناك فرصة بنسبة ٥٠% أن

---

(1) Peter L. Bernstein, Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street (New York: Free Press, 1993), 17-18

التحرك التالى للسهم سيتجه نحو الارتفاع وهناك أيضًا فرصة بنسبة ٥٠% أن التحرك التالى سيكون نحو الانخفاض. وإذا ما أخذت تلك النتائج المحتملة معًا، فقد استنتج باكلييه "أن التوقعات الرياضية للمضارب تكون صفرًا"[١]. وما يعنيه هذا هو أن الاستثمار فى السوق سيكون تمامًا مثل قذف قطعة معدنية من النقود للاستدلال على ما إذا كان المضارب سيربح أم سيخسر – فإذا ما تكرر لعبه فى السوق، فقد يمكنه أن يحقق خيطًا متصلاً من الأرباح أو الخسائر. ولكن الحظ سيكون هو الذى يتحكم فى النتائج وليست المهارة، وفضلاً عن هذا، فإن هذه النتائج ستكون خاضعة لقوانين الاحتمالات بالضبط. فإذا ما كرر الشخص قذف العملة، فإن الاحتمال الشاذ لكى يحظى بثلاثة وجوه متكررة هو واحد من كل ثمانية أما الاحتمال الأخير لحصوله على ستة وجوه متكررة فلا يتعدى مرة واحدة من كل ٤٦ مرة.

وفكرة التمويل عن طريق قذف العملة فى الهواء، التى كان باكلييه أول من قال بها أصبحت الآن تعرف بنظرية "السير العشوائى" ***Random Walk Theory***، لأنها تعنى ضمنًا أن أسعار الأسهم وغيرها من الأصول الخاضعة للمضاربة ستتجول بدون هدف مثل شخص مخمور أو مضطرب التفكير. وقد وصف بينوا ماندلبرو ***Benoit Mandelbrot***، وهو عالم رياضيات فرنسى بارز آخر، هذه النظرية بهذه الطريقة: "إذا افترضنا أنك رأيت رجلاً أعمى مخمورًا يترنح عبر مكان مفتوح. فإذا مررت عليه بعد ذلك مرة أخرى، فكم سيكون المدى الذى قطعه؟ حسنًا، يمكن أن يكون قد ذهب خطوتين إلى اليسار وثلاث خطوات إلى اليمين، وأربع إلى الخلف وهكذا فى مسار متعرج بدون هدف. وفى المتوسط – تمامًا كما يحدث فى لعبة قذف العملة فى الهواء – لا يصل إلى مكان"[٢] وإذا ما سئلت عما

(1) Peter L. Bernstein, Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street (New York: Free Press, 1993), 21

(2) Benoit Mandelbort and Richard Hudson, The (Mis) behavior of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin, and Reward (New York: Basic Books, 2006), 52

تتنبأ به بشأن المكان الذى يمكن أن يصل إليه هذا المخمور فى خلال ساعة من الزمن، فإن أفضل تخمين يمكنك أن تقوله هو أنه سيكون فى مكانه الذى هو به الآن. وبالمثل، فإن أفضل تنبؤ عن كيفية تداول أسهم مجموعة سيتى بنك فى مثل هذا الوقت من الأسبوع القادم، هو أن تداولها سيكون بنفس السعر.

ومضت خمسون عامًا، دون أن تتم قراءة نظرية باكلييه على نطاق واسع، وفى "عام ١٩٥٤ أو ١٩٥٥، كان لا يبدو أن هناك من يتذكر بصفة مؤكدة جيمى سافيدج" ***Jimmy Savage***، وهو إحصائى من جامعة شيكاغو اشترك فى تأليف عديد من الأوراق البحثية الهامة عن المخاطر مع ميلتون فريدمان. حدث أن عثر على كتاب كان باكلييه قد ألفه فى عام ١٩١٤، فقام بإرسال مذكرة إلى عدد من الأشخاص الذين يعرفهم، بما فى ذلك بول صامويلسون، الاقتصادى الشهير بمعهد ماساتشوسيتس للتكنولوجيا (***MIT***) وطلب منهم الإجابة عما إذا كانوا قد سمعوا عن هذا الرجل الفرنسى. واستخرج صامويلسون نسخة من نظرية باكلييه من مكتب معهد ماساتشوسيتس للتكنولوجيا (***MIT***) وقد بهرته النظرية. وتمت إعادة بناء نموذج "قذف العملة فى الهواء" وفى أوائل الستينيات من القرن العشرين، قام صامويلسون وعدد من الاقتصاديين الآخرين بنشر أوراق بحثية يزعمون فيها أن أسعار الأسهم كانت تتبع مسارًا عشوائيًا.

كان أحد هؤلاء المؤلفين هو إيوجين فاما ***Eugene Fama***، وهو أمريكى من أصل إيطالى من بوسطون وكان ما يزال فى أوائل العشرينات من عمره. وبعد أن أتم دراسته بصعوبة، ذهب فاما إلى جامعة شيكاغو، حيث كتب رسالته للدكتوراه عن سلوكيات أسعار الأسهم مستخدمًا الإطار الرئيسى المدرسى الأنيق الجديد لشركة ***IBM*** لتحليل البيانات التى تغطى الفترة من ١٩٢٦ حتى ١٩٦٠. وبعد تقديم دراسة نقدية عن البحوث السابقة، أورد فاما تفاصيل اختباراته الإحصائية الخاصة

التى قام بها ليجد شيئًا من قابلية التنبؤ لعائدات الأسهم، والتى أيدت المسار العشوائى *Random walk*. أما ما جعل ورقة فاما البحثية أكثر تميزًا بوجه خاص عن غيرها، فكان النقد الذى احتوته عن "التحليل الأساسى".. وذلك نوع بحوث الأسهم التى يعتمد عليها المهنيون فى وول ستريت، والتى تتضمن هدم تقارير الدخل للشركات وزيارة المصانع، وهكذا. هذا ولم تخضع فائدة هذه المنهجية حتى الآن لفحص دقيق. وقد لاحظ فاما، وهناك دائمًا إمكانية أن يكون أكثر المحللين نجاحًا مجرد محظوظين. ووفقًا لوجهة نظر عملية قذف العملة فى الهواء، كما أشار، لديه فرصة نجاح تعادل ٥٠% "بل حتى إذا كانت قواه فى التحليل غير موجودة على الإطلاق"[١]. ونظرًا للدليل المؤيد لنموذج المسار العشوائى، فقد استنتج فامـــا "أن التحليل الأساسى إجراء غير مفيد أساسًا سواء للمحلل المتوسط أو المستثمر المتوسط".

اجتذبت رسالة فاما قدرًا كبيرًا من الاهتمام. وفى يناير ١٩٦٥، قامت جريدة الأعمال *Journal of Business*، التى يقع مقرها فى مدرسة شيكاغو للدراسات العليا للأعمال *Chicago Graduate School of Business*، بنشر الرسالة بأكملها، وهو ما يعتبر احتضانًا احتفاليًا نادرًا لعالم لم يتجاوز الخامسة والعشرين. وقامت جريدة المحللين الماليين، *Financial Analysts Journal*، فى نفس العام بنشر جزء أصغر من الرسالة، وفى عام ١٩٦٨ قامت *Institutional investor* بإعادة نشر الرسالة مرة أخرى، ونظمت مؤتمرًا كبيرًا فى فندق هيلتون بنيويورك لبحث نموذج "المسار العشوائى" *Random Walk model*. وقد رأى كثير من الأشخاص فى وول ستريت ضرورة فصل فاما من العمل فى بحث الأوراق المالية وتقديم الاستشارات المهنية الاستثمارية كتعبير عن غضبهم الشديد. وبالنسبة للاقتصاديين، على أى حال، فإن الابتكار الرئيسى فى رسالته كان هو ما قاله عن أن سوق

---

(1) Peter L. Bernstein, Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street (New York: Free Press, 1993), 134

الأوراق الماليـــة كـــانت "ذات كفـــاءة"، بمعنى أن الأسعـــار كـــانت تعكس كل المعلومات المتاحة.

فى إحدى أوراق المتابعة التى ظهرت فى الجريدة المحترمة ***Journal of Finance*** فى عام ١٩٧٠، قام فاما بتطوير أبعد لمدى هذه الفكرة، مُقترحًا ثلاث صيغ منفصلة لفرضية كفاءة السوق: الشكل الضعيف، الشكل شبه القوى، والشكل القوى. وقال فاما: إن السوق يكون ضعيف الكفاءة إذا لم يكن من الممكن التنبؤ بالأسعار على أساس التحركات الماضية؛ أى عندما لا تكون هناك أنماط معروفة. أما الكفاءة شبه القوية فكانت تعنى أن الأسعار عكست كافة المعلومات المتاحة علنًا، مثل قيود الشركة فى لجنة الأوراق المالية (***SEC***) وأى عمليات تغطية تلقتها فى وسائل الإعلام. والكفاءة القوية تعنى أن الأسعار قد عكست كافة المعلومات، حتى لو كانت خاصة. على سبيل المثال: إذا ما قامت إحدى المنشآت الاستشارية بتحليل عميق للشركة، فإن محتويات التقرير لابد أن تنعكس فى أسعار الأسهم حتى قبل إعلان التقرير. وبعد استعراض الأدلة، زعم فاما أن النوعين الأولين من الكفاءة كانت البيانات تؤكدهما بوضوح، وأنه لم يكن هناك سوى "دليل محدود" فقط يعارض أقوى أشكال النظرية.

كانت فرضية كفاءة السوق[١] تتمتع بالفعالية ***Up-and-running***. وبعد مرور ثلاث سنوات، قام بيرتون مالكيل ***Burton Malkiel***، وهو اقتصادى من جامعة برنستون عمل كثيرًا فى وول ستريت، أعلن للجماهير كل شىء عن الموضوع فى كتابه "المسار العشوائى فى شارع وول ستريت ***A Random walk Down Wall Street***"، الذى أصبح أحد أفضل كتب الأعمال مبيعًا فى العقود الأخيرة، وفضلاً

(١) ورقة بحثية بعنوان: *"Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work,"* بقلم: *Eugene Fama* جريدة *"Journal of Finance, no.2 (1970)"* صفحات: ٣٨٣ – ٤١٧

عن الإشارة فى المراجع إلى فاما، فقد أورد مالكيل نتائج البحث الذى قام به مع آخرين، والذى أظهر أن معظم التنبؤات عن مكاسب وول ستريت كانت بعيدًا عن الواقع بشكل لا أمل معه، وأن أغلب صناديق الاستثمار المشترك ***mutual Funds*** قد فشلت فى التفوق على أداء السوق. وكتب مالكيل "إن التاريخ الماضى لأسعار الأسهم لا يمكن استخدامه للتنبؤ بالمستقبل بطريقة ذات مغزى. كما أن الإستراتيجيات عادة ما تكون مسلية، وغالبًا ما تكون بهدف تقديم الراحة، ولكنها ليست بذات قيمة حقيقية"(١).

أدت فرضية كفاءة السوق إلى إحداث تحول فى وول ستريت. وكان أكثرها سرعة، ما أدت إليه من زيادة شعبية "صناديق المؤشرات ***index funds***" – وهى صناديق استثمار مشترك ***Mutual funds*** تقوم بشراء سلال ضخمة من الأسهم – وتسعى بذلك إلى تكرار أداء السوق بأسره. وإذا كان التحليل الأساسى غير مُجدٍ، إلى جانب فشل معظم مديرى الصناديق بشكل روتينى فى تفوق أدائهم على أداء السوق، فلن يكون هناك مبرر للرسوم الثقيلة التى تتقاضاها صناديق الاستثمار من المستثمرين بها. وسيكون الاستثمار فى صناديق المؤشرات التى تحافظ على بقاء رسومها عند الحدود الدنيا، بحيث تكون معقولة بدرجة أكثر كثيرًا. وبحلول عام ٢٠٠٠، كان عشرات الملايين من الأمريكيين قد تبعوا نصيحة مالكيل ووضعوا قدرًا كبيرًا من أموال تقاعدهم فى هذه الأنواع من وسائل الادخار. (عمل مالكيل، لسنوات عديدة مديرًا لمجموعة فانجارد ***Vanguard Group***، التى كانت رائدة فى صناديق المؤشرات. وقد التحق فاما ***Fama*** بشركة أخرى كانت تدير صناديق المؤشرات، وتحمل اسم ***Dimensional Fund Advisors***).

---

(1) Burton Gordon Malkiel, A Random Walk Down Wall Street: The Best and Latest Investment Advice Money Can Buy, 6th ed. (New York: W.W. Norton, 1996), 161

كان ظهور نظرية كفاءة السوق أيضًا، مؤشرًا لبداية التمويل الكمى. وبالإضافة إلى نموذج المسار العشوائى لأسعار الأسهم، فإن الفترة فيما بين عام ١٩٥٠ وعام ١٩٧٠ شهدت نمو نهج متوسط التفاوت لتنويع المحفظة، والذى كان رائده هو هارى ماركوفيتز ***Harry Markowitz***، وهو اقتصادى آخر من جامعة شيكاغو، وقام بوضع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، والذى كان عدد من مختلف العلماء قد قاموا بتطويره مستقلين كل منهم عن الآخرين، إلى جانب معادلة بلاك شولز ***Black Scholes*** لخيار التسعير، والتى قام بتطويرها فيشر بلاك ***Ficsher Black*** وهو أستاذ فى الرياضيات التطبيقية من جامعة هارفارد، ومايرون شولز ***Myron Scholes***، وهو حامل دكتوراه فى التمويل من جامعة شيكاغو، وبعض الرياضيات المستخدمة فى هذه النظريات مربكة إلى حد ما، وهو ما يساعد على تفسير السبب فى أن هناك كثيرًا من علماء الطبيعة والرياضيات، يعملون فى وول ستريت، ولكن الأفكار الأساسية التى تقوم عليها ليست على درجة من الصعوبة، إذ أن كثيرًا منها ترجع أصولها إلى باكلييه ***Bachelier*** ورؤيته الخاصة باستخدام قذف العملة فى الهواء كمبدأ للتمويل.

فإذا ما تصورنا تتبع التحركات اليومية فى أحد الأسهم على مدى عام، أو عامين، وقمنا برسمها بيانيًا على شكل أعمدة متوازية تتناسب مع تردد التحركات ستكون تقريبًا متماثلة فى الحجم، وستتجمع معًا فى وسط الرسم البيانى. وستكون التحركات الكبيرة جدًا، والصغيرة جدًا أقل شيوعًا، وستقع على أحد جانبى الرسم البيانى. وكانت وجهة نظر باكلييه ***Bachelier*** هى أن الشكل البيانى الناتج سيكون شبيهًا بالمنحنى الجرسى ***Bell curve***، ويصف توزيع كثير من الظواهر التى تحدث بشكل طبيعى، ابتداء من قائمة قياس الذكاء البشرى ***human Iq's***، وحتى ارتفاع الزراف، وإلى قوة العوارض المعدنية، إلى حركة الجزئيات الدقيقة الصلبة المعلقة فى سوائل. وإدخال المنحنى الجرسى، الذى يشير إليه الإحصائيون

باعتباره التوزيع الطبيعى، لا يجعل الأحداث الفردية العشوائية أسهل من ناحية التنبؤ، ولكنه يسمح لك بإجراء بعض التخمينات عن المعدل الكلى لحدوثها.

وإذا ما قلنا مثلاً إنك تريد أن تعرف احتمالات حدوث تحرك واسع غدًا فى أسهم جوجل ***Google***، فإن الخطوة الأولى ستكون هى الدخول إلى أحد المواقع المالية والاطلاع على أسعار الإقفال للسهم فى خلال العام الماضى. ويلى ذلك، استنتاج متوسط التغير اليومى فى السعر وانحرافه المعيارى – وهو مقياس بسيط عن مدى انتشار الشىء. وبمجرد أن تستخرج متوسط تحرك السعر، والانحراف المعيارى، والذى عادة ما يشار إليه بالحرف اليونانى سيجما $\sum$ فإنك تكاد تكون وصلت: التوزيع الطبيعى يقوم بباقى العمل. وسينبئك هذا عن فرص ارتفاع أو انخفاض السهم بأكثر مما سيكون الحرفان سيجما قد أخبرك بنسبة ١ إلى ٢٠، واحتمالات التحرك بنسبة تزيد على ٣ سيجما وهو ما يعادل ١ : ٣٠٠.

ويلاحظ الاقتصاد فى هذا الإجراء الذى يمكن تطبيقه على أذون الخزانة وسندات الرهون، والعملات، والسلع أو أى أصول أخرى تخضع للتحركات العشوائية فى الأسعار. وعلى أساس عينة واحدة واثنين من الأدوات الإحصائية البسيطة – الوسط الحسابى والانحراف المعيارى – يمكن عمل بيانات دقيقة عن احتمالات النتائج المتطرفة. ولكن ما هى احتمالات النتائج المتطرفة إذا لم يكن مقياسًا للمخاطر؟ إن آثار التمكن من تحديد المخاطر بهذه الطريقة هائلة. وسواء بالنسبة للمستثمر الفردى أم لمؤسسة مالية كبرى، فإنه يشير إلى إمكان تصميم محفظة لتقليل إمكانية حدوث خسائر كبيرة، أو لتعظيم العائدات مع افتراض وجود قدر معين من الرغبة فى قبول خسائر. ولنأخذ، مثلاً، أحد البنوك التى لديها حيازات ضخمة من سندات الرهون وغيرها من الأصول المالية. وعند النظر إلى كيفية التعرج الذى أصاب محفظته صعودًا وهبوطًا فى خلال السنة الماضية

أو السنتين الماضيتين، ومع افتراض أن تلك التحركات تتبع المنحنى الجرسى، فإنه ينبغى التمكن من إظهار نسبة احتمال حدوث هبوط كبير فى قيمتها على امتداد فترة زمنية معينة - يوم، أو شهر، أو سنة - وإذا ما أمكن للبنك أن يحدد رقمًا للمخاطر التى يتحملها، فإنه سيكون قادرًا على اتخاذ الاحتياطيات الضرورية، فى شكل احتياطيات رأسمالية وغير ذلك من وسائل التغطية المالية. إن المخاطر يمكن السيطرة عليها وإدارتها علميًا، أو أن هذا هو ما يبدو.

ويتم عمل هذا فى وول ستريت بطرق متعددة، تكاد تكون كلها تعتمد على فكرة قذف العملة ***coin – tossing view*** فى الشئون المالية، وتطبيقها من خلال المنحنى الجرس. وتعرف إحداها بمنهجية القيمة المعروضة للمخاطر ***Value at risk (VAR)***، والتى تتضمن بشكل دقيق ما بينته فى الفقرة السابقة: من خلال طرق إحصائية لوضع قيمة دولارية على المخاطر التى قد تنشأ من بعض النتائج العكسية، والاحتفاظ باحتياطى كافٍ من رأس المال لمواجهة مثل هذه الحالة الطارئة. وهناك طريقة أخرى للاحتياط ضد الأشياء السيئة التى تحدث وهى التأمين، والذى يكون فى الصناعة المالية فى صورة الشراء بالأجل والخيارات. والخيار ببساطة هو ضمان يضع سعرًا مقابل المخاطر. وأكثر الأنواع الشائعة من الخيارات هى ***Put and call*** وهى عمليات خيارية للشراء أو البيع، وهى تعطى الحق لحائز الورقة المالية فى بيعها أو شراء ورقة مالية فى تاريخ محدد فى المستقبل بسعر محدد. وعلى سبيل المثال: إن أمر شراء لديسمبر ٢٠١١ لأسهم شركة ***IBM*** مع وضع حد ***Strike*** بمبلغ ١٠٠ دولار، يعطيك الحق فى بيع سهم ***IBM*** مقابل ١٠٠ دولار فى شهر ديسمبر ٢٠١١. وإذا كتبت (أمرًا ببيع) سهم اشتريته، فإنك بذلك تؤمن المشترى ضد احتمال انخفاض قيمة السهم إلى أقل من السعر المحدد ***Strike***. ولكن ما هو المبلغ الذى ينبغى أن تتقاضاه مقابل بوليصة التأمين هذه؟ فى الخمسينيات والستينيات من القرن العشرين، تصارع عدد كبير من

الاقتصاديين وعلماء الرياضيات البارزين مع تلك المشكلة بدون تحقيق أى نجاح. وأخيرًا فى أوائل السبعينيات، قام بلاك ***Black*** وهو رجل لا يتكلم إلا قليلاً، وشولز ***Scholes***، وهو كندى فصيح يتميز بكلامه السلس الواضح، باشتقاق معادلة بسيطة ربطت بين سعر الخيار ومدى تذبذب السهم محل البحث.

وبالمصادفة، فإن الورقة البحثية التى ضمت خيار بلاك – شولز لمعادلة التسعير تم نشرها فى شهر مايو ١٩٧٣، أى بعد شهر من افتتاح مجلس بورصة شيكاغو للخيارات ***Chicago Board Options Exchange***. ولحساب قيمة أى خيار باستخدام معادلة بلاك – شولز فإن كل ما تحتاج إليه، بالإضافة إلى السعر المحدد ***Strike price*** والسعر الجارى، ومدة استمرار الخيار، هو سعر الفائدة على سندات الحكومة، والانحراف المعيارى للسهم، وجدولاً للتوزيع الطبيعى. وبنهاية عام ١٩٧٣ لم تكن تحتاج حتى إلى قلم وورقة لتقوم بالعملية الحسابية، فقد قدمت شركة تكساس إنسترومنتس ***Texas Instruments*** آلة حاسبة تقوم بهذا العمل من أجلك. وكانت هذه مجرد بداية. ففى العقود الثلاثة، تطورت صناعة ضخمة لـ"إدارة المخاطر ***Risk management***"، تقوم على أساس فكرة استخدام خيارات وسندات أخرى شبيهة بالخيارات، والتى عرفت باسم المشتقات ***derivatives***، للاحتياط ضد النتائج المتطرفة. وكانت صناديق الاستثمار المشترك قادرة على تأمين نفسها ضد مخاطر تعثر الشركات بالنسبة لسنداتها، وتمكنت البنوك من تأمين نفسها ضد تعثر بعض دائنيها، ويمكن لشركات التأمين أن تقوم بالتأمين ضد احتمالات الإعصار المخيفة التى تتركها تواجه مطالبات ضخمة من حاملى بوالص التأمين. وفى كل من هذه النواحى، كان الأمر الرئيسى هو وضع الطرق الرياضية لمواجهة مخاطر الأسعار. وتكاد كل هذه الطرق تعتمد إلى حد ما، على معادلة بلاك – شولز ومنحنى الجرس. وعن طريق إدخال شبح لويس باكلييه ***Louis Bachelier***، ببساطة، كان من الممكن استبعاد قدر كبير من الخطر بعيدًا عن التمويل.

أحَدَثَ هذا فعلاً؟ فمنذ الستينيات والسبعينيات فى القرن الماضى، أعلن بعض الأكاديميين والممارسين فى وول ستريت عدم إيمانهم بوجهة النظر التى تعتمد على قذف العملة للتمويل *Coin-tossing view*. كما أن كثيراً من المصرفيين من اتباع المدرسة القديمة، والقائمين بعمليات التداول أعلنوا عدم استساغتهم للطلبات التى جاءت بها هذه الرؤية، إلا أن من بين من أعلنوا شكوكهم كان هناك بعض الاقتصاديين البارعين فينا، بمن فيهم سانفورد جروسمان ***Sanford Grossman*** من جامعة وارتون ***Wharton*** وجوزيف ستيجليتز ***Joseph Stiglitz*** الذى أصبح الآن فى كولومبيا، وفى عام ١٩٧٥ نشر جروسمان وستيجليتز ورقة مختصرة زعما فيها أن فرضية كفاءة السوق كانت قائمة على عدم اتساق منطقى. فإذا كانت أسعار الأسهم تعكس فى كل لحظة كافة المعلومات المتاحة عن آفاق الاقتصاد وبعض العوامل الأخرى ذات الصلة بكل شركة على حدة، فلن تكون لدى المستثمرين أية حوافز تدفعهم للبحث عن المعلومات وتشغيلها. ولكن إذا لم يجد أى شخص أية معلومات ولم يقم بتشغيل أية معلومات، فإن أسعار الأوراق المالية لن تعكس تلك المعلومات، ولن يكون ذا كفاءة. ولكى يعمل السوق أصلاً، يجب أن يكون هناك مستوى معين من عدم الكفاءة!!. وقد وضع جروسمان وستيجليتز عنواناً لورقتهما هو "عن استحالة قيام أسواق ذات كفاءة من ناحية المعلومات ***On the Impossibility of Informationally Efficient Markets***". وقد أعرب بعض واضعى النظريات الاقتصادية الآخرين، عن إعجابهم بمنطقها الوجيز، ولكن الورقة لم يكن لها أثر فورى كبير على وول ستريت.

وكان بينوا مانديلبرو ***Benoit Mandalbrot*** الذى سبقت الإشارة إليه، ربما أفضل ما عُرف عنه أنه أحد المؤسسين لنظرية الفوضى، ومن بين المتشككين فى فرضية السوق ذى الكفاءة ***Efficient Market***. وفى أوائل الستينيات من القرن الماضى، عندما كان يعمل فى إدارة البحوث بشركة ***IBM***، أصبح مانديلبرو يهتم

ببعض النظريات الجديدة التى كان يتم وضعها لتفسير الكيفية التى عملت بها الأسواق المالية، وبدأ فى جمع الدليل على كيفية أدائها، كما أن الاقتصادى هندريك هاوثاكر *Hendrick Houthakker* من جامعة هارفارد الذى التقى به فى أثناء إلقائه حديثًا فى كامبريدج قد أعطاه سجلات للتحركات اليومية فى أسعار القطن والأسعار الآجلة للقطن التى يرجع تاريخها لأكثر من قرن سابق، والتى حصل عليها من بورصة نيويورك للقطن. وقام مانديلبرو بوضع التغيرات فى الأسعار على حاسب آلى ورأى بسرعة أنها لا تشبه أى شىء يقترب من منحنى الجرس العادى. وأظهرت الرسوم البيانية أعدادًا كبيرة من التحركات الصغيرة الكثيرة وبعض التحركات الضخمة جدًا، ولكن نسبيًا كانت هناك بضعة من التحركات الوسطية. "إذا كانت التغيرات فى سعر القطن تتلاءم مع النظرية القياسية، فإنها ستكون مثل حبات الرمل فى كومة، ربما من أحجام مختلفة شيئًا ما، ولكنها كلها حبات من الرمل مع ذلك. وقد استعاد مانديلبرو وريتشارد هدسون *Richard Hudson* المؤلف المشارك ما أورداه فى كتابهما الصادر عام ٢٠٠٠ بعنوان "سوء سلوك الأسواق *The (Mis) Behavior of Markets*"[١]. وهو "لكن البحث الخاص بالقطن أظهر شيئًا مختلفًا.. ففى بعض الأيام تتحرك أسعار القطن بصعوبة عن سعر الإقفال السابق؛ وهذه هى حبات الرمل الصغيرة.. وفى أيام أخرى – ربما تكون هناك كلمة وصلت إلى نيويورك عن حدوث جفاف فى نهر الميسورى – فإذا كانت الأنباء ضخمة فإنها تسبب تحركات جامحة أو عقبات إحصائية".

كان دليل مانديلبرو مقصورًا على زاوية غامضة من زوايا السوق المالى، ولكن الباحثين الآخرين وجدوا بعد ذلك اختلافات مشابهة فى سلوك كثير من أصول المضاربات الأخرى، بما فى ذلك الأسهم والسندات والعملات. ويقول

---

(1) Benoit Mandelbort and Richard Hudson, The (Mis) behavior of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin, and Reward (New York: Basic Books, 2006), 168

ماندیلبرو وهدسون "فى الواقع، إن منحنى الجرس يلائم الحقيقة بضعف شديد" "ومن عام ١٩١٦ حتى عام ٢٠٠٣ لم تنتشر تحركات المؤشر اليومى لمتوسط داوجونز الصناعى على أوراق الرسم فى شكل منحنى جرس بسيط". "وكانت الأطراف البعيدة تشتعل بقوة وبارتفاعات شديدة، مما كان يعنى حدوث تغيرات ضخمة كثيرة. وتوحى النظرية بأنه فى أثناء ذلك الوقت ينبغى أن تكون هناك ٥٨ يومًا، عندما تحرك المؤشر بمعدل أكثر من ٣,٤%، وفى الواقع كان هناك ١٠٠١. وتتنبأ النظرية بوجود ستة أيام يتأرجح المؤشر فيها إلى معدلات تتجاوز ٤,٥%؛ وفى الواقع كانت هناك ٣٦٦ يومًا. كما أن تأرجحات المؤشر التى تزيد على ٧% ينبغى أن تحدث مرة واحدة كل ٣٠٠,٠٠٠ سنة، وفى الواقع، شهد القرن العشرون ثمانية وأربعين يومًا من هذه الأيام"[١].

وفى وول ستريت، كان الاتجاه هو حدوث التحركات الضخمة أكثر كثيرًا مما يقول به منحنى الجرس وهو ما يعرف بظاهرة "الذيول السمينة ***Fat Tails***"، والتى أثارت تساؤلات خطيرة عن كثير من تطبيقات نظرية قذف العملة على التمويل، بما فى ذلك فرضية السوق الكفء، ومعادلة تسعير خيار بلاك – شولز. وكلتا هاتين النظريتين تعتمدان على فكرة أن التحركات فى أسعار أصول المضاربات (أ) مستقلة عن بعضها البعض – أى أن ما يحدث لمؤشر دو ***Dow*** يوم الثلاثاء، لا يؤثر على ما يحدث يوم الأربعاء أو الجمعة (ب) عشوائية (وهذه الافتراضات التى تبرر استخدام التوزيع الطبيعى). وكان بحث ماندیلبرو يتضمن أن الافتراض الأول ليس له ما يبرره. وكان يوحى بأن ما حدث بالأمس فى الأسواق المالية يؤثر فيما يحدث اليوم، وأن ما يحدث اليوم يؤثر فيما سيحدث غدًا. وقد أوضحت البيانات أن الأسواق كانت تتميز بخاصية طول الفترات الهادئة نسبيًا،

---

(1) Benoit Mandelbort and Richard Hudson, The (Mis) behavior of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin, and Reward (New York: Basic Books, 2006), 13

والتى لا تتحرك الأسعار فى أثنائها كثيرًا، وتتداخل فيها بين حين وآخر فترات قصيرة من النشاط المحموم، عندما تتخذ الأسعار مسارًا متعرجًا من الهبوط والارتفاع الشديدين، وكما يقول مانديلبرو "إن التغيرات الضخمة تتجه إلى أن تتبعها تغيرات أكثر ضخامة، إيجابية أو سلبية. أما التغيرات الصغرى فتميل إلى أن تتبعها تغيرات أكثر صغرًا"(١).

وهذا النمط الذى أصبح يعرف باسم "التذبذبات العنقودية **Volatility Clustering**" يوحى بأن الأسواق المالية تتضمن عنصرًا للتنبؤ. وعلى أى حال، فإنه أيضًا يثير إمكان عدم ثبات علاقات السببية التى تقرر تحركات الأسواق، ولكنها تتغير مع مرور الوقت. ربما يكون ذلك بسبب التحولات فى النفسية، أو فى سياسة الحكومة، وهناك فترات تخلد فيها الأسواق إلى الروتين الممل، كما أنها فى فترات أخرى تكون راغبة فى التحرك بطريقة تنذر بالخطر. وتبدو هذه الصورة منسجمة مع الواقع، ولكنها تثير بعض الموضوعات الدقيقة عن التمويل الكمى ***quantitative finance***. وإذا ما كان الواقع الذى تقوم عليه الأسواق المالية دائم التغير، فإن النماذج الإحصائية الموضوعة على أساس البيانات الماضية ستصبح ذات فائدة محدودة، على الأكثر، فى تقرير ما الذى يمكن أن يحدث فى المستقبل. كما أن المنشآت والمستثمرين الذى يعتمدون على هذه النماذج لإدارة المخاطر قد يعرضون أنفسهم ومنشآتهم لأخطار حقيقية.

ومهنة الاقتصاد لا تقبل بالضبط انتقادات مانديلبرو. ومع تقدم السبعينيات فى القرن العشرين، أصبح استخدام الأساليب الفنية الكمية يزداد شيوعًا فى وول ستريت. ووجدت نظرية قذف العملة طريقها إلى الكتب الدراسية، وبمساعدة بيرتون مالكييل ***Burton Malkiel*** وجدت طريقها أيضًا إلى قوائم أفضل الكتب

(1) Benoit Mandelbort and Richard Hudson, The (Mis) behavior of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin, and Reward (New York: Basic Books, 2006), 248

مبيعا. وبحلول الثمانينيات من القرن الماضى، كان كثير من الطلبة الذى يدرسون للحصول على شهادة ماجستير إدارة الأعمال (*MBA*) يتلقون فى تعليمهم أن فرضية السوق الكفء ليست سوى وصف للواقع، وأن انتقادات مانديلبرو قد تم نسيانها إلى حد كبير. وقد كتب مانديلبرو مؤخرًا "إن التمويل الحديث هو العقيدة الرسميةَ. وأن فرضيتى تخالفه، وكنت على وشك أن يتم الترحيب بى فى كنيسة الاقتصاد الراسخة باعتبارى أحد المنشقين على مجلس نيقية المسكونى"[(١)][(*)].

---

(1) Benoit Mandelbort and Richard Hudson, The (Mis) behavior of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin, and Reward (New York: Basic Books, 2006), 167

(*) إشارة إلى النصوص الدينية المسيحية التى اقرها مجمع نيقية المسكونى المنعقد فى نيقية بآسيا الصغرى عام ٣٢٥م (المترجم).

الفصل الثامن

انتصار الاقتصاد المثالى (اليوتوبى)

لم يكن روبرت لوكاس ***Robert Lucas*** وهو اقتصادى آخر من جامعة شيكاغو، وحاصل على جائزة نوبل التذكارية لعام ١٩٩٥، معروفًا بقدر جيد مثل ميلتون فريدمان. وعلى أى حال، فإن لوكاس بين أقرانه كان يحظى بتقدير كبير وكانوا يعتبرونه أحد أكثر الاقتصاديين نفوذًا منذ الحرب العالمية الثانية. وفى خلال أوائل السبعينيات من القرن العشرين، قام هو وبعض المتعاونين معه بوضع طريقة جديدة للتفكير فى موضوعات السياسة الاقتصادية، التى عملت، فعلاً، على امتداد نهج السوق الكفء إلى الاقتصاد بأسره. وباستخدام بعض الرياضيات الطيِّعة، واللجوء إلى ما فوق العقلانية، كان أنصار لوكاس يزعمون أنهم سيظهرون أن محاولات الحكومة لإدارة الاقتصاد لم تكن ضرورية، ومعاكسة للإنتاج، أو كليهما. ومع أن واحدة أو اثنتين من نظريات لوكاس التى وضعها بنفسه، سرعان ما تم رفض مصداقيتها، إلا أن نهجه الشامل تمكن من السيطرة على وضع النظريات الاقتصادية بنفس الطريقة التى سيطر بها التفكير الكينزى على الموضوع فى خلال العقود التالية بعد الحرب العالمية الثانية. وقد كتب لوكاس فى عام ١٩٨٠ "إن المرء لا يمكن أن يجد اقتصاديين دون الأربعين يمكنهم أن يعرِّفوا أنفسهم أو أعمالهم على أنها كينزية.. وفى حلقات البحث، فإن الناس أصبحوا لا ينظرون إلى طريقة وضع النظريات الكينزية بشكل جاد، وأصبح المستمعون والحضور يبدءون فى الهمس والضحك المنخفض فيما بينهم"(١).

---

(١) انظر مقالاً بعنوان "*The Decline of Economics*" بقلم جون كاسيدى فى صحيفة *New Yorker* ديسمبر ٢، ١٩٩٦، صفحة ٥٤.

ولد لوكاس فى ياكيما *Yakima*، وهى مدينة متواضعة فى بلاد زراعة التفاح فى ولاية واشنطن فى عام ١٩٣٧. وكطالب بجامعة شيكاغو تخصص فى دراسة التاريخ. وبعد أن أمضى عامًا فى الدراسات العليا بقسم التاريخ بجامعة بيركلى، عاد إلى جامعة شيكاغو وسجل نفسه فى برنامج الدكتوراه فى الاقتصاد. وفى أثناء إعداده للمواد التى سيدرسها مع فريدمان وزميله جورج ستيجلر، الذى كان طلبة شيكاغو يطلقون عليه "مستر ماكرو ***Mr. Macro***" و"مستر ميكرو ***Mr. Micro***"، قرأ لوكاس كتاب صامويلسون "أسس التحليل الاقتصادى ***Foundations of Economic Analysis***" الذى صدر لأول مرة عام ١٩٤٧، والذى قدم الاقتصاد كفرع من الرياضيات التطبيقية، ويتذكر لوكاس هذا وهو يقول "لقد أحببت الأسس، ومثل كثيرين آخرين من زملائى. خلد فى ذهنى أنه إذا لم أتمكن من تصوير مشكلة فى النظرية الاقتصادية رياضيًا، فإن هذا معناه أننى لا أدرى ماذا أفعل، ووصلت إلى الاعتقاد بأن التحليل الرياضى ليس واحدًا من طرق كثيرة لعمل نظرية اقتصادية، بل هو الطريقة الوحيدة. والنظرية الاقتصادية هى التحليل الرياضى. وكل ما عدا ذلك هو مجرد صور وكلام"(١).

كان جوهر كتاب صامويلسون هو أن صناع القرارات الاقتصادية تمكن معاملتهم كمجموعة من آلات الإنسان الآلى الرشيدة التى تحاول تعظيم الدالات الرياضية. (فى حالة المنشآت، تكون الدالة هى دالة الربح، وفى حالة المستهلكين هى دالة السعادة أو المنفعة). إن صناع القرارات يواجهون بعض القيود فى خياراتهم؛ هى أن المستهلكين محدودون بالنسبة لما يمكنهم إنفاقه، والمنشآت محدودة فى التكنولوجيات التى تستخدمها. وباستخدام هذا التركيب الأساسى، يصبح من الممكن استخراج مجموعة من الخيارات "المثلى" لكل شىء ابتداء من كم ندخر

---

(1) Kenneth Arrow, in William Breit and Barry T. Hirsch, eds., Lives of the Laureates, 4th ed. (Boston: MIT Press, 2004), 279

من أجل التقاعد، إلى ما هى الأسهم التى يتم الاستثمار فيها، وكم ساعة نعمل؟ وأنواع وكميات المنتجات التى ينبغى أن تقوم المنشآت بتصنيعها، وفى سنوات الخمسينيات والستينيات من القرن الماضى، تم تطبيق طرق صامويلسون على نواحٍ كثيرة فى الاقتصاد، بما فى ذلك التنظيم الصناعى، والتمويل، والتجارة. (فى كثير من الحالات، كان الشخص الذى قام بالتطبيق هو صامويلسون نفسه).

ولكن كانت هناك ناحية ظلت إلى حد كبير بعيدة عن الرشد والاختيار الفردى: وهى السياسة الاقتصادية. وفى كتاب "النظرية العامة ***General Theory***" أكَّد كينز على أن منطق السلوك الفردى، غالبًا ما لا ينطبق على الاقتصاد بأسره، كما يدل على ذلك "تناقض التدبير ***paradox of thrift***". وبالنسبة للشخص المنفرد، غالبًا ما يكون من المعقول تخفيض الإنفاق ونقود الادخار. ولكن إذا حاول كل شخص أن يدخر أكثر فى نفس الوقت، فإن المستوى العام للإنفاق سيهبط، وستقوم المنشآت بتخفيض الإنتاج وتسريح العمال. وفى النهاية، ستنخفض الدخول، وهكذا، سيكون من الممكن تخفيض الدخول وكذلك سيكون من المحتمل أيضًا انخفاض إجمالى المدخرات. ولتجنب هذا النوع من المشاكل، ركَز كينز على الأفكار الإجمالية، مثل الاستهلاك على المستوى الواسع للاقتصاد، والاستثمار، والإنفاق الحكومى. وباستخدام هذا الإطار، كان بإمكانه تفسير كيف أن الاقتصادات قد تجد نفسها محصورة فى حالة ركود، وعلى امتداد الطريق، اختُرِع الاقتصاد الكلى ***(Macroeconomics)*** كميدان منفصل عن الاقتصاد الجزئى ***(Microeconomics)***. وقد ظل بعض الاقتصاديين مع هذا، وخاصة فى الولايات المتحدة، لا يحسون بالراحة مع الفشل فى إحداث التكامل بين جانبى موضوعهم. وكان لوكاس واحدًا من أولئك المخالفين فى الرأى. وكان مصممًا على تطوير فكرة صامويلسون عن بناء النظريات بداية من الأرض إلى أعلى.

وقد حاول ذات مرة أن يقوم بهذا، إلا أن لوكاس واجه على الفور بعضًا من المشاكل التى كانت قد تفشت فى نظرية التوازن العام. وأصبح الاقتصاد الحديث حافلاً بالتعقيدات الكثيرة، كما أن النتائج الإجمالية مثل معدل البطالة والتضخم، عادة ما يكون مصدرها أعداد لا حصر لها من الأفراد والمنشآت. والاقتصاد الأمريكى، على سبيل المثال، يتكون من ٣٠٠ مليون نسمة تقريبًا، و١١٠ مليون أسرة، ونحو ٣٠ مليون شركة، ويضم اللاعبون الآخرون ذوو الأهمية: الحكومة الفيدرالية التى تمثل وحدها خُمس الناتج المحلى الإجمالى (***GDP***)، ومعها ٥٠ حكومة للولايات، وعديدًا من المجالس البلدية (***municipaliiies***). وعند تقرير مقدار ما يتم إنفاقه وادخاره فإن كلاً من هذه الكيانات يجب أن يفكر فى المستقبل. والعائلة عليها أن تكوّن رؤية عما سيكون عليه دخلها فى السنة القادمة أو السنتين القادمتين. والحكومة يجب أن تقوم بتقدير ما ستكون عليه الإيرادات الضريبية. والمنشآت عليها أن تتنبأ بحجم مبيعاتها، وهو ما يتضمن بدوره عمل رؤية عن الاقتصاد بأسره وكيف ستكون أحواله. هل سيكون الاقتصاد ما يزال ينمو فى العام القادم؟ وما هو المستوى الذى ستكون عليه البطالة؟

وبدون طريقة لتحديد كيف تم تكوين هذه التوقعات، فلا توجد أى وسيلة توضح مقادير الأموال التى ستقوم المنشآت باستثمارها، أو مقدار ما سينفقه المستهلكون، أو ما ستحصله الحكومة. وقد قام الاقتصاديون، تقليديًا، بتناول هذه المشكلة عن طريق افتراض أن صناع القرارات الاقتصادية قاموا باستقراء الماضى وقدّروا أنه إذا كان معدل التضخم ٥% فى هذا العام، فإنهم يتنبؤون بأنه سيكون ٥% أيضًا فى العام القادم. وفى أوائل السبعينيات من القرن الماضى على أى حال، ارتفع التضخم بمعدلات غير متوقعة، مما أدى إلى سوء الأداء فى النماذج الاقتصادية التى قامت على أساس النظرة إلى الخلف أو تضمنت توقعات قابلة للتكيف.

كانت فكرة لوكاس هى افتراض معرفة كل شخص بالضبط لكيفية عمل الاقتصاد، وأن الناس لا يدركون فقط مجرد أن البطالة مرتبطة بالتضخم بشكل ما، والذى يرتبط بمعدلات الفائدة، بل أنهم كلهم لديهم نفس النموذج الرياضى (الصحيح) الخاص بالاقتصاد فى رءوسهم، ويستخدمونه فى تكوين توقعاتهم الرشيدة "*rational expectations hypothesis*" التى يستخدمها الاقتصادى جون موث *John Muth* من كارنيجى ميللون *Cannegie Mellon* والتى قدمها فى عام ١٩٦١. وقد تمكن لوكاس من أن يكتب ببساطة بعض المعادلات لوصف كيفية سلوك العمال، والمنشآت والحكومة، وأن يضع قائمة بتشغيل التوقعات الرياضية أمامهم، وأن يستخرج حلاً متَّسقًا مع قواعد القرار لكل شخص فى الاقتصاد. ومن الواضح أن هذا لم يكن واقعيًا جدًا، ولكنه بالنسبة لاقتصاديي جامعة شيكاغو، لم يكن هذا انتقادًا صحيحًا؛ لأن اختبار النموذج الاقتصادى هو قوته التفسيرية. "والسؤال ذو الصلة الذى ينبغى سؤاله عن افتراضات النظرية ليس هو ما إذا كانت واقعية من ناحية صفاتها، لأنها لن تكون كذلك أبدًا، ولكن ما إذا كانت تقريبًا جيدة بما يكفى للغرض المعنِى" وهو ما كتبه فريدمان فى مقالته الشهيرة عام ١٩٥٣. "ويُمكن إجابة هذا السؤال فقط برؤية ما إذا كانت النظرية تعمل؛ بمعنى إذا كانت تنتج تنبؤات صحيحة بدرجة كافية"(١).

كان أحد تنبؤات لوكاس هو أن التغيرات التى يتم التنبؤ بها فى الساسة النقدية لن يكون لها أثر على الناتج أو على العمالة. وإحدى الطرق الأخرى التى يمكن أن يقال بها هذا هى أن النقود "محايدة" – أى أنها لا تؤثر فى المتغيرات الحقيقية، ولكنها تؤثر فى المتغيرات المالية فقط، مثل التضخم. وإذا ما قام الاحتياطى الفيدرالى بإعلان أنه سيقوم بالتوسع فى عرض النقود، أو تخفيض

---

(1) Milton Friedman, "The Methodology of Positive Economics", in Essays of Positive Economics (Chicago: University of Chicago Press, 1953), 15

أسعار الفائدة، لزيادة النمو، وحتى تصبح لدى العمال والمنشآت القدرة على التنبؤ بالنتائج التى تنشأ عن هذه الزيادة، ويقول لوكاس، كما أن استجاباتهم ستعادل تمامًا التغير فى السياسة. والطريقة الوحيدة التى يمكن أن يتبعها للتأثير فى خلق الوظائف والنمو، هى من خلال تنويع عرض النقود أو تغيير أسعار الفائدة، بطرق لم يتوقعها الناس.

وهذا "الاقتراح بسياسة عدم الفعالية" - وهى جملة سكّها توماس سارجنت **Thomas Sargent** ونيل والاس **Neil Wallace**، وهما اثنان من اتباع لوكاس - قاما بقلب النموذج الكينزى **Keynsian Paradigm** رأسًا على عقب وهو الذى تقوم الحكومة فيه بدعم استقرار الاقتصاد من خلال تغيير السياسة النقدية والسياسة المالية العامة. وقد ادعى روبرت بارو **Robert Barro** - وهو أحد اتباع لوكاس الآخرين، والآن فى هارفارد - أنه يمكنه أن يعرض ما يفيد أن التغيرات فى الضرائب، وهى إحدى التكتيكات الكينزية المفضلة، لن تكون أكثر فعالية من التغيرات فى عرض النقود. وإذا كانت الحكومة تقوم بتخفيض الضرائب لتشجيع الإنفاق، فإن المستهلكين سيفترضون أن الضرائب سترتفع فيما بعد، وأنهم سيقومون بزيادة مدخراتهم ليدفعوا عندئذ، وبهذا يجهضون أثر تغيير السياسة. وحتى بمعايير اقتصاديات شيكاغو، فإن هذه كانت مجرد جدليات وموضع خلاف، أخذت شكوك فريدمان بشأن مدى فائدة الضبط الدقيق بالمقارنة مع التطرف المنطقى (أو غير المنطقى). وطبقًا للتوقعات الرشيدة لواضعى النظريات، فإن الحكومة كانت إمّا فاقدة السيطرة أو أنها كانت مصدرًا للاضطرابات. وفيما تصرفت فيه بطريقة قابلة للتنبؤ، فإن سياساتها لا تحدث أى اختلاف وفيما تكيفت فيه تبعًا للواقع عن طريق إثارة الدهشة المستمرة فى الأسواق، فإنها بذلك كانت تعمل على عدم استقرار الاقتصاد.

كان نهج التوقعات الرشيدة حديثًا جدًا حتى أن مهنة الاقتصاد استغرقت وقتًا لا بأس به لتتبين حقيقة مغزاه. وقد ركز منتقدوه والمدافعون عنه، زمنًا طويلاً، وبشكل يكاد يكون مطلقًا، على موضوع الرشد، مفترضين أن هذا هو المفتاح الرئيسى لنتائج السياسة الصريحة. وفى الواقع، فإن افتراض التوقعات الرشيدة فى حد ذاته، له بضعة آثار محددة على السياسة: إذ أن كل شىء يعتمد على الإطار الاقتصادى الذى يوجد فيه. وباستخدام افتراضات مساعدة مختلفة من الافتراضات التى اتبعها لوكاس واتباعه، يصبح من الممكن تمامًا كتابة نماذج يجد فيها الناس توقعات رشيدة ويمكن للحكومة أن تدعم بنجاح استقرار الاقتصاد.

كان الإطار الاقتصادى الذى استخدمه لوكاس هو العالم المثالى للتوازن العام لكل من أرو وديبرو ***Arrow and Debreu***. وافترض لوكاس أن كافة الشروط اللازمة لتحقيق التوازن العام قد تم الوفاء بها، وفضلاً عن ذلك، فأن التوازن كان فريدًا ومستقرًا. وفى مثل هذا التركيب، يكون العرض دائمًا مساويًا للطلب فى الاقتصاد بأسره، وهو ما يعنى أن البطالة دائمًا ما تكون صدمة خارجية أخرجت الاقتصاد عن الوضع الجيد؛ ففى بداية الفترة التالية يقفز الاقتصاد عائدًا إلى التوازن.

لم يهدف كل من أرو وديبرو أبدًا إلى استخدام عملهما فى تحليل السياسة، ولكنه كان تحليلاً نظريًا صرفًا قام باستكشاف الظروف التى يمكن فيها للسوق الحر أن يُظهر "كفاءة باريتو ***Pareto efficiency***". وقد ادعى لوكاس وأتباعه أنه يمكن استخدام صيغة معدلة بشكل طفيف من نموذج أرو - ديبرو لتمثيل الحقيقة. وفى هذا السياق يكون لوكاس قد اتبع فرضية السوق الكفء للاقتصاد بأسره. وقد وصف إيوجين فاما ***Eugene Fama*** وآخرون سوق الأوراق المالية وغيره من البورصات المالية بأنها أسواق تؤدى عملها بشكل منضبط تمامًا. وقد افترض

لوكاس أن سوق السلع الاستهلاكية، وسوق العمال، ومن الناحية العملية أن كل سوق آخر يتمتع بنفس القدر من الكفاءة والاستقرار. وأن النقص الوحيد فى الاقتصاد بأسره الذى سمح به لوكاس كان غير قابل للتصديق: فقد افترض أنه فى فترات قصيرة، لا يمكن للعمال الفرديين أن يميزوا بين الارتفاعات فى أجورهم الخاصة، والزيادات فى ارتفاع المستوى العام للأسعار. وأنهم بالعمل لساعات أطول استجابة للتضخم العام، أو أنهم بالعمل لساعات أقل استجابة لهبوط التضخم يمكنهم مؤقتًا أن يحركوا الاقتصاد بعيدًا عن توازنه.

كان هذا هو المصدر الوحيد لتذبذب الاقتصاد فى نموذج لوكاس. ولم يكن هناك مجال للغباء، والجهل أو سلوك القطيع. وكانت حالات الانهيار الاقتصادى الفجائى والفقد الجماعى للوظائف، أمورًا مستبعدة فى الافتراض. وفى اقتصاد لوكاس، تكون البطالة أمرًا اختياريًا. فإذا كان ربع القوة العاملة عاطلاً عن العمل فى خلال الكساد العظيم، فإن السبب يرجع إلى أن معظمهم لم يكونوا راغبين فى العمل بالأجور السائدة واختاروا البقاء عاطلين فى بيوتهم. ولو كان العمال أكثر رغبة فى قبول تخفيضات الأجور، لكانت البطالة قد ظلت فى حدود مستوياتها الطبيعية. وقد اتهم الاقتصاديون الليبراليون لوكاس بأنه يمارس الاقتصاد الفاشيستى. أما الانتقاد الأكثر إنصافًا، والذى بزغ أيضًا فى الوقت ذاته، فكان يقول بأن نظرية لوكاس تشبه فلسفة فولتير كما قال بهذا الدكتور بانجالوس ***Dr. Pangaloss***، أستاذ "الميتافيزيقا – العقائدية – الكونية ***metaphysico - theologo*** – ***cosmolonigologie***" الذى كان يعلم تلاميذه القول المأثور "إن كل شىء هو لتحقيق الأفضل ومن أجل أفضل المصالح الممكنة لكل العوالم الممكنة".

وإحدى الغرائب فى أعمال لوكاس هى خلقه نموذجًا للرأسمالية بدون أى رأسماليين. وفى عالم أرو – ديبرو لا تكون المنشآت سوى مجرد قشور خارجية

تقوم بردود أفعال لأسعار السوق من خلال تحويل المدخلات إلى مخرجات، وليس هناك مجال للابتكار. وليس هناك محتكرين مثل ميكروسوفت، أو محتكرى القلة مثل إكسون موبيل وشيفرون، وسيتى جروب، وجولدمان ساكس. وتوجد الأسواق المالية، ولكن فى شكل تجريدى فقط. ويفترض أن يقوم الناس بالتخطيط للمستقبل لكل دولة محتملة فى العالم وأن يقوموا بوضع خطط طوارئ لكل منها. وليس هناك مجال لحدوث فقاعات أسواق الأوراق المالية، أو لأزمات البنوك أو لحالات التعثر فى الإقراض. وهكذا تصبح الارتفاعات والانخفاضات التقليدية للاقتصاد القائم على الائتمان غير موجودة تمامًا.

عندما قابلت لوكاس فى عام ١٩٩٦ كان جذابًا فى تواضعه بشأن إنجازاته. ربما لأنه كان قادرًا على أن يكون كذلك. (فى السنة السابقة كان قد زار استوكهولم ليتسلم جائزة نوبل التى حصل عليها)، وقال "لقد كتبت مجموعة من المعادلات، وأقول إن هذه المعادلة تتناول تفضيلات الناس. وتلك المعادلة هى وصف للتكنولوجيا، ولكن هذا لا يجعل الأمر بهذا الشكل، فقد أكون مخطئًا، وقد أكون مصيبًا، وهذا أمر يعتمد على الدليل"[١] وكما يحدث فإن الدليل من الأدلة الإحصائية التى توقعت حدوث تغيرات فى السياسة النقدية التى تؤثر فعلاً على البطالة والناتج. كما أن التغيرات غير المتوقعة فى السياسة لها أثرها، ولكن دورها يكون أقل، بل إن لوكاس نفسه قد قبل هذه النقطة. وقد أخبرنى بأن "الصدمات النقدية ليست بهذا القدر من الأهمية. وأن هذا هو الرأى الذى أتوجه إليه. وليس هناك شك أو تساؤل، فهذا تراجع فى آرائى"[٢].

---

(١) انظر مقالاً بعنوان *"The Decline of Economics"* بقلم جون كاسيدى فى صحيفة *New Yorker* ديسمبر ٢. ١٩٩٦، صفحة ٥٥.

(٢) نفس المرجع السابق.

إن الدراسات الأكاديمية هى شيء، ولكن نهج التوقعات الرشيدة أخضع أيضًا لاختبار رائع للعالم الحقيقى، وفيما بين عامى ١٩٧٩ و ١٩٨٢ أوضح بول فولكر ***Paul Voloker***، الذى كان فى ذلك الوقت رئيسًا لمجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى، عن قصده فى الضغط بقوة لإخراج التضخم من النظام من خلال تقييد النمو فى عرض النقود، وهو تمامًا ما سانده فريدمان وآخرون من اقتصاديى جامعة شيكاغو. وإذا ما كان العمال والمنشآت قد شكَّلوا توقعات رشيدة طبقًا للمقترحات التى اقترحها لوكاس، فإنهم يكونون قد توقعوا هبوطًا ضخمًا فى التضخم، وعملوا على تخفيض مطالبهم الخاصة بالأجور، بما يسمح للاقتصاد أن يقفز إلى توازن جديد منخفض التضخم، بدون تغيير كبير فى الناتج أو البطالة. وبدلاً من ذلك، فإن الاقتصاد قد غطس بعنف فى ركود عميق، وهو بالدقة ما حدث فى النماذج الكينزية الرئيسية عندما انخفض عرض النقود بشكل خطير. وقفزت أسعار الفائدة قصيرة الأجل من ١٠% إلى ١٩%. وارتفع معدل البطالة من ٩,٥% – والذى كان حينئذ أعلى معدل لها منذ الكساد العظيم.

على الرغم من فشلها فى اختبار الواقعية، فإن نظريات لوكاس ظلت على نفوذها الواسع فى النطاق الأكاديمى. وفى أثناء الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضى، قام اتباعه بالتوسع فى نهج التوقعات الرشيدة فى طرق مختلفة، وقاموا بتسويقه تحت اسم جديد هو: "الاقتصاد الكلاسيكى الجديد" ***New Classical Economics***. وكانت قمة هذا البحث هى بناء نماذج دورة أعمال حقيقية للاقتصاد، وهو ما حافظ على الافتراضات الخاصة بالاختيارات الفردية والتوقعات الرشيدة، ولكنه أضاف بعض الديناميكيات الأكثر ثراءً. ولما كانت الصدمات فى عرض النقود ما تزال تتطلب تفسيرًا للارتفاعات والانخفاضات الاقتصادية، فإن الاقتصاديين فى هذه الناحية، والذين تضمنوا أحد معاونى لوكاس الأوائل، إدوارد بريسكوت ***Edward C. Prescott***، والحاصل على جائزة نوبل فى الاقتصاد لعام

٢٠٠٤، اضطروا للإتيان ببعض البدائل. كان المرشح الرئيسى هو التقلبات العشوائية فى نمو الإنتاجية. وعندما يؤدى اختراع جديد أو تدفق من العمال المهرة إلى زيادة معدل الإنتاجية، فإن الأشخاص يعملون بجهد أكثر وتقوم منشآت الأعمال بالاستثمار أكثر. وفى خلال فترة من الوقت، سيزداد كل من الناتج والعمالة. وفى نهاية الأمر، يتراجع معدل الإنتاجية، وكذلك الناتج المحلى الإجمالى. وهذا يفسر التأرجحات المرتفعة. ولكن ماذا عن حالات الهبوط؟ إن حالات الهبوط العشوائى فى نمو الإنتاجية، ربما تعزى إلى سوء الطقس، أو اللوائح والتنظيمات العقيمة التى تسببها. وعندما يكون انخفاض النمو فى الإنتاجية غير عادى، تخفض منشآت الأعمال من استثماراتها، كما تدفع أجورًا أقل، ويختار الناس العمل لساعات أقل، وتتهاوى النتائج والعمالة.

وإذا كنت تظن أن ذلك يشبه الكلمات الخرافية التى يقولها مدعى السحر، فلن تكون وحدك. إن الدليل العملى قد ثبت أنه ليس أرحم بالنسبة لنظرية دورة الأعمال الحقيقية عما كان عليه بالنسبة للنظرية الأصلية للتوقعات الرشيدة. ولعل إحدى مزايا نماذج الجيل الثانى هى إمكان "معايرتها" وتنفيذها على الحاسب الآلى. ولكن عندما تم إجراء ذلك، كانت هناك صعوبة بالغة فى جعلها تولّد ذلك النوع من فترات الازدهار والركود التى مرت بها كثير من البلدان فى خلال السنوات العشر أو العشرين الماضية. والطريقة الوحيدة التى يمكن بها للنماذج تقليد البيانات الفعلية هو إدخال صدمات الإنتاجية الضخمة غير المحتملة. وفى مواجهة هذه العقبات والمصاعب، لجأ بعض أنصار نظرية دورة الأعمال الحقيقية إلى القول بأنها شديدة الإبهام وعديمة الوضوح بحيث لا يمكن الحكم عليها من خلال الطرق الإحصائية العادية – وهى جدلية توحى باليأس.

وبحلول أواسط التسعينيات، كان هناك عدد كبير من الاقتصاديين الذين اضطروا إلى التعامل مع العالم الواقعى، بدلاً من بناء نظريات لطيفة رياضيًا عن العالم، وكانوا قد يئسوا من الاستمرار مع اقتصاديات لوكاس، وشباب الاقتصاديين الذين كانوا يدرسونها. وفى عام ١٩٩٦ عندما بدأت البحث لكتابة مقال عن حالة الاقتصاد لجريدة ***The New Yorker***، صادفنى قدر كبير من الحزن والانتقادات. وعلى سبيل المثال، فإن الإدارة الاقتصادية لبنك مورجان ستانلى، كانت ترفض تعيين أى من حملة دكتوراه الفلسفة فى الاقتصاد إلا إذا كانت لديهم خبرة بعيدًا عن الجامعات والدراسة الأكاديمية. وقد أخبرنى ستيفن س. روش ***Stephen S. Roach*** "إننا نصر على ثلاث أو أربع سنوات من الخبرة لتنظيف العقول كى نصل إلى حيادها بعد غسيل المخ الذى حصلوا عليه فى تلك الدراسات العليا"[١]. وقال مارك داد ***Mark Dadd*** الذى كان حينئذ الاقتصادى الرئيسى فى شركة إيه تى أند تى ***AT&T*** ورئيس مجلس إدارة الجمعية الوطنية لاقتصاد الأعمال: "لقد اتخذ الاقتصاد الأكاديمى مسلكًا فى غاية السوء، وإنه فى الواقع أكاديمى جدًا، ورياضى جدًا، وهو فى الواقع – وأود أن أنتقى كلماتى بعناية هنا – ليس شيئًا يمكن أن يكون مفيدًا لمجتمع الأعمال بالقدر المطلوب"[٢]. وقال جوزيف ستيجليتز ***Joseph Stiglitz***، القائم بأعمال رئيس مجلس إدارة الاستشاريين الاقتصاديين للبيت الأبيض "من الواضح جدًا أن الاقتصاد الكلاسيكى الجديد ليس له صلة. ولا يمكنك أن تبدأ بافتراض العمالة الكاملة عندما يكون الرئيس فى حاله اضطراب بسبب نقص التوظيف، وليس فقط هذا الرئيس بل أى رئيس"[٣].

---

(١) مقال بعنوان "*The Decline of Economics*" بقلم جون كاسيدى فى صحيفة ***New Yorker*** ديسمبر ٢، ١٩٩٦، صفحة ٥١.

(٢) انظر مقالاً بعنوان "*The Decline of Economics*" بقلم جون كاسيدى فى صحيفة ***New Yorker*** ديسمبر ٢، ١٩٩٦، صفحة ٥٤.

(٣) نفس المرجع السابق.

وأود أن أقول إن مقالى قد أدى إلى تغيير الاقتصاد: ولكنه لم يفعل ذلك، وأتتنى بعض الخطابات (كان معظمها من الاقتصاديين كبار السن يهنئوننى فيها على إشارتى إلى عرى الإمبراطور(*). ولكن رد الفعل بين أهالى المهنة بأسرها كان الاستنكار. وفى العام التالى، وفى الاجتماع السنوى للجمعية الاقتصادية الأمريكية تم عقد سلسلة من المناقشات العامة لإبراز مدى صلة الاقتصاد والجانب العملى له. وبالطبع، كان الموضوع شديد الحيوية والفائدة فى كثير من النواحي؛ وقد أبرزت أنا مجرد حالة الاقتصاد الكلي. وكانت هذه الناحية، هى ما يربط معظم الناس بينها وبين الاقتصاد. وفى هذه الناحية أيضًا كانت منهجية لوكاس ما تزال مسيطرة. وحتى اليوم، أى بعد مرور أكثر من عشر سنوات، فإن معظم طلبة السنة الأولى فى دراسة الدكتوراه، يبدؤون تدريبهم فى الاقتصاد الكلى بتعلم طرق "الخيارات الديناميكية" ***Dynamic Optimization*** التى ساعد لوكاس فى ترويجها وتطبيقها على النماذج القائمة على فرضية التوقعات الرشيدة.

والمشكلة ليست هى الرياضيات بالتحديد، ولكن كيفية استخدامها (وإساءة استخدامها). وفى خلال السنوات العشر الماضية اعتنق كثير من الاقتصاديين الذين يعملون فى البنوك المركزية ووزارات المالية، ما أطلق عليه: النماذج الكينزية الجديدة، والتى على الرغم من الاسم المقترن بها، فإن هذه النماذج تدين على الأقل بقدر متساوٍ لكل من لوكاس وكينز؛ فهى نماذج توازن ذاتية التصحيح، بنيت على أسس الأسواق المالية ذات الكفاءة والتوقعات الرشيدة. والشىء الوحيد الذى يميزها عن نماذج لوكاس الخاصة هو أنها تحتوى على واحدة أو أكثر من نواحى الجمود، التى تسمح للبطالة بالانحراف عن معدل وقتها الطبيعى. "قد كتب مايكل وودفورد

(*) إشارة إلى قصة الإمبراطور الصينى الذى كان يريد أن يلبس ملابس غاية فى الرقة، وبعد محاولات شتى جاءه اثنان أوهماه أنهما قد ألبساه أرق الثياب التى لا تمكن رؤيتها من فرط رقتها. وخروج الإمبراطور عاريًا فى موكبه وكل الحاشية والمحيطين به يبدون إعجابهم بالثياب الرقيقة حتى خرج إلى الشارع وأشار إليه شاب قائلا "انظر إلى هذا الإمبراطور العارى" فكان أول من تشجع على ذكر الحقيقة. (المترجم).

Michael Woodford، أحد الكينزيين الجدد البارزين فى عام ١٩٩٩ "إن افتراض التوقعات الرشيدة كوسيلة لوضع النموذج، قد أصبح الآن أرثوذوكسيا تماما"(١).

ومن الممكن أن يكون الجيل الثالث من التوقعات الرشيدة مفيدًا فى استكشاف السؤال القديم عن الكيفية التى ينبغى على البنوك المركزية اتباعها لتحديد أسعار فائدة منخفضة ومعدلات تضخم منخفضة مستقرة، ولكنها فى الواقع لم تذكر شيئًا عما ينبغى على واضعى السياسات عمله للمحافظة على الاستقرار المالى. وكما فى نمـــاذج لـــوكاس الأصلية فليس هناك دور فيها لفقاعات أسواق الأوراق المالية، أو تعثر الائتمان، أو أزمات جفاف السيولة. وفى الواقع، فإن الأسواق المالية المعتمدة غير موجودة فعلاً. وتلك الأوهام الخاصة بالتجانس والتناغم والاستقرار والقابلية للتنبؤ ما زالت موجودة، كما أن ماكينة هايك لتشغيل المعلومات ما زالت تقوم بأداء عملها أداءً تامًا: وفى جميع الأوقات، وتعكس الأسعار الأسس الاقتصادية، وترسل الإشارات الصحيحة إلى صناع القرارات الاقتصادية.

ويوافق حتى واضعى تلك النماذج على أنها لا تقدم أى إرشاد لصناع السياسات فى أوقات الاضطرابات المالية. "على سبيل المثال، فى بداية انهيار سوق الأوراق المالية فى أكتوبر ١٩٨٧، أيد معظم الاقتصاديين قرار مجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى بتخفيض أسعار الفائدة، هكذا كتب ثلاثة من أبرز الكينزيين الجدد فى مقال بإحدى المجلات، وكان هذا التأييد قائمًا إلى حد كبير على أساس الفطرة، وهو أمر طبيعى، ما دام ليس هناك فعلاً أى عمل نظرى يبرر هذا النوع من التدخل"(٢) ربما لم يكن هناك عمل نظرى رسمى، ولكن هناك مبررات تم التفكير فيها بعناية فى خلال ما يزيد على قرن من الزمان تبرر للبنك المركزى أن

---

(1) *Michael Woodford, "Revolution and Evolution in Twentieth-Century Macroeconomics," Princeton University mimeo, 1999, 23*

(٢) ورقة بحثية بعنوان *"The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective"* بقلم *Richard Clarida, Jordi Gali, and Mark Gertler* جريدة *Journal of Economic Literature* *no.4* ديسمبر ١٩٩٩. صفحات ١٦٦١ – ١٧٠٧

يقوم بتخفيض أسعار الفائدة، وضخ مزيد من النقود فى النظام فى خلال الأزمة. وقد قام والتر باجهوت *Walter Bagehot*، الصحفى الإنجليزى والذى كان من بين أوائل المحررين فى مجلة الإيكونوميست *The Economist* بتفصيل بعض منها فى كتابه الصادر فى عام ١٨٧٣ بعنوان "لومبارد ستريت *Lombard Street*". ولسوء الحظ فإن كثيرًا من الاقتصاديين الذين تعلموا فى خلال الأربعين سنة الماضية ليس لديهم سوى قليل من الوقت لقراءة التاريخ، ووقت أقل لقراءة تاريخ الأفكار، وعلى غرار لوكاس، فإنهم يعتقدون أن النظرية الاقتصادية ليست سوى رياضيات، وأى شيء آخر مجرد كلام.

إن الجاذبية الكبرى لوضع نظرية التوقعات الرشيدة، كانت هى أنها بدأت وقد نجحت فى مسعى صامويلسون لبناء النظريات على أساس قرارات فردية، ومن ثم أعادت توحيد الاقتصاد الجزئى مع الاقتصاد الكلى. وعلى أى حال، ففى نهاية الأمر أصبح نهج التوقعات الرشيدة مجرد تجسيد آخر للاقتصاد المثالى (اليوتوبى) وخلف كل هذه الرياضيات الممتازة وهذا التكوين، تم الاعتماد على الفكرة القديمة لاقتصاد السوق الحر باعتباره آلية مستقرة وذاتية التوازن، وتتجاهل كثيرًا من المشاكل والانحرافات التى كان تاريخ الرأسمالية قد يئس منها. وفى الجزء الأوسط من القرن العشرين، كانت أهم مشكلة من بين هذه هى مشكلة البطالة الجماعية: وكان الاقتصاد الكينزى يهدف بوضوح لمنع تكرار ما حدث فى سنوات الثلاثينيات من القرن العشرين. وفى خلال سبعينيات القرن العشرين، ظهر التضخم كمشكلة كبرى، وتهاوت النماذج الكينزية، معطية بذلك لفريدمان ولوكاس وغيرهما الفرصة التى كانوا يتطلعون إليها. ولم يكن اقتصاد مدرسة شيكاغو، وتعبيره النهائى فى شكل نظريات السوق الكفء، والتوقعات الرشيدة، ليحقق أبدًا هذا النجاح الذى حققه إذا لم يكن إعلانه قد تصادف مع فترة الغليان الاقتصادى. وبمجرد حدوث الثورة المضادة، استمر التاريخ منطلقًا فى مصلحة ورثة آدم سميث. وفى أعقاب الركود الحاد الذى حدث فى الفترة ٨١-١٩٨٢ انطلق اقتصاد

الولايات المتحدة لمدة خمسة وعشرين عامًا بدون الدخول فى هبوط طويل آخر. وعندما تتحسن الأمور يكون دائمًا من الأسهل أن يتم البيع للناس مع أقل ظهور لليد الخفية، وتجاهل الموضوعات غير الملائمة، مثل ارتفاع عدم المساواة، وحالات العجز المزمن فى الموازنة، والثغرات فى نظام الرعاية الصحية، واحتمالات عدم الاستقرار المالى. إن مثل هذه المشاكل تستغرق وقتًا طويلاً كى تظهر. وطالما كانت الغالبية العظمى من المواطنين مستقرة فى وظائفها، وتظللها الصحة، وتنعم بمساكنها، فلن يكون هناك سوى قليل من التأييد لإصلاح نظام المشروعات الخاصة، والذى كما فهمه فريدمان جيدًا، يمكن تسويقه كدليل اقتصادى على بعض المثاليات الجذابة، وفى مثل هذه الظروف، فإن القائمين بعمليات التحرر من القوانين ومنتقدى الحكومة، والذين يحصلون على تمويلهم – كما هم عليه من خلال مصالحهم وأعمالهم، سيظلون بدون شك ممسكين بزمام المبادرة.

وطالما استمر التوسع، ابتعد لوكاس عن التقلبات الاقتصادية وبدأ التفكير فى موضوعات أخرى مثل مصادر النمو طويل الأجل، وفى عام ٢٠٠٢، تم انتخابه رئيسًا للجمعية الاقتصادية الأمريكية فى اجتماعها السنوى الذى عقد فى يناير ٢٠٠٣، وقام بتفسير أسباب تغييره للموضوعات التى يمارسها: "إن الاقتصاد الكلى وُلِد فى أربعينيات القرن العشرين كميدان منفصل متميز، كجزء من الاستجابة الثقافية للكساد وعندئذ أصبح المصطلح يشير إلى الكيان المعرفى والخبرة التى كنا نأمل فى أن تمنع عودة حدوث تلك الكارثة الاقتصادية. وكان موضوعى فى هذه المحاضرة هو أن الاقتصاد الكلى بهذا المعنى الأصلى قد نجح؛ وقد تم حل مشكلته الرئيسية الخاصة بمنع فترات الكساد، بكافة المقاييس العملية، كما أنها فى الواقع قد خلَت لعقود كثيرة قادمة "[1].

---

(1) *Robert Lucas, "Macroeconomic Priorities," American Economic Review 93, no. 1 (2003): 1703*

الجزء الثاني

الاقتصاد القائم على أساس الواقع

الفصل التاسع

الأستاذ والدببة القطبية

فى خريف عام ٢٠٠٤، ذهب فريق من المسّاحين من إدارة الخدمات المعدنية التابعة للحكومة الأمريكية ***U.S. Government's Minerals Management Service*** والتابعة بدورها لوزارة الداخلية، لإجراء تعداد للحيتان ***Bowhead Whales*** فى بحر بوفورت ***Beaufort Sea***، شمال شرق خليج برودهو بولاية ألاسكا ***Alaska's Prudhoe Bay***، وعادةً ما تكون بعض أجزاء المحيط مغطاة بالجليد بصفة دائمة، بينما تتكشف بعض الأجزاء الأخرى فى أثناء شهور الصيف، عندما يتراجع الغطاء الجليدى. وفى أثناء طيرانهم عبر المياه المفتوحة بحثًا عن الحيتان، شاهد الباحثون هياكل طافية لأجساد أربعةَ من الدببة القطبية. ويبدو أن الحيوانات غرقت بينما كانت تحاول السباحة للوصول إلى الأرض التى كانت تبعد أكثر من مائة ميل.

إن الدببة القطبية لا تأتى إلى الشاطئ إلا إذا كانت مضطرة لذلك. فهى تفضل الحياة على الجليد، تربى صغارها وتصطاد عجول البحر الموجودة بوفرة كبيرة فى البحار الضحلة قريبًا من سواحل ألاسكا. ولعدة قرون، كانت هذه المنطقة موطنًا لتجمعات كبيرة من الدببة، التى تقوم بالصيد قريبًا من حافة الغطاء الجليدى، وافتراس عجول البحر عندما تفتح ثقوبًا فى الجليد لكى تتنفس. ومنذ خمسينيات القرن العشرين، ارتفع متوسط الحرارة فى المنطقة ما بين درجتين وثلاث درجات

مئوية، وتراجع الحد الصيفى للغطاء الجليدى كثيرًا إلى الشمال، حتى أصبح يتجاوز حافة الرصيف القارى، الذى يبعد نحو أربعين ميلاً. وفى عام ٢٠٠٤ تراجع الجليد نحو مائة وستين ميلاً إلى الشمال إلى ناحية توجد فيها عجول البحر بأعداد أقل وفرة. ولما كانت الدببة قد أصبحت محرومة من طعامها الأساسى، فإنها يبدو قد عزمت على الاتجاه إلى الساحل. ولكنها وقعت فى عاصفة، وعلى الرغم من أن الدببة القطبية تعتبر من الحيوانات السبَّاحة القوية، فإن تلك الدببة الأربعة لم تتمكن من الوصول إلى الأرض.

وقد أصيب الباحثون بالصدمة. ففى خلال عمليات المسح التى تم تنفيذها فى نفس الناحية فيما بين عام ١٩٨٦ وعام ٢٠٠٣، تمت مشاهدة بضعة دببة تسبح فى المياه المفتوحة، ولم يتم توثيق حدوث أى حالة غرق لأى دب من بينها. ولكن من شهر سبتمبر ٢٠٠٤ تم العثور على أكثر من عشرة دببة تسبح، فضلاً عن الدببة الأربعة التى ماتت. "ونحن نظن أن حالات الوفيات تعزى إلى حالات سباحة بعيدة عن الشاطئ.... وقد يكون أحد المصادر الهامة غير المأخوذة فى الحسبان للوفاة الطبيعية هو الطلبات على الدببة التى تقوم بالسباحة منفردة لمسافات طويلة"(١)، كان هذا ما أدلى به أحد المشاركين فى عملية المسح وهو تشارلز مونيت ***Charles Monnett*** عالم البيئة البحرية وجيفرى جليسون ***Jeffery Gleason*** العالم المتخصص فى الحياة البرية فى إحدى الأوراق البحثية "ونحن نرى أيضًا بأن الموت الناشئ عن حالات غرق الدببة القطبية قد يتزايد فى المستقبل إذا ما استمر الاتجاه الملحوظ لتراجع الجليد و/ أو استمرت الفترات الطولى للمياه المفتوحة".

---

(1) Charles Monnett and Jeffrey S. Gleason, "Observations of Morality Associated with Extended Open-Water Swimming by Polar Bears in the Alaskan Beaufort Sea," Polar Beauty 29 (2006): 681

وقد ظهرت الدببة الغارقة فى العناوين الرئيسية لأجهزة الإعلام حول العالم، مثيرة قلق الشعوب بشأن الاحترار العالمى. وازداد الضغط من أجل اتخاذ سياسة جريئة فى عام ٢٠٠٦ مع إطلاق وثائق آل جور *Al Gore* التى صدرت بعنوان الحقيقة غير الملائمة ***The Inconvenient Truth*** التى تضمنت فيلمًا حيًا عن دب قطبى يصارع لإخراج نفسه ليقف على كتلة جليدية، وقال آل جور عن التغير المناخى "إنه ليس موضوعًا سياسيًا، ولكنه موضوع أخلاقى"(١). وقد قدمت هذه التطورات تحديًا للاقتصاديين الأرثوذكسيين، وخاصة فى الولايات المتحدة، التى كانت قد استمرت لسنوات فى محاولة تخفيض الحاجة إلى اتخاذ خطوات سريعة لإجهاض كارثة بيئية. بل وكان هناك تهديد أكبر لتهاونهم أتى فى أكتوبر ٢٠٠٦، عندما قام السير نيكولاس ستيرن ***Sir Nickolas Stern***، وهو عالم جليل، عمل قبل ذلك كبيرًا للاقتصاديين بالبنك الدولى، بإصدار تقرير رسمى عن الاحترار العالمى، "أثار مجموعة من شبح حدوث الاضطرابات للنشاط الاقتصادى والاجتماعى، التى ستحدث فيما بعد فى هذا القرن والقرن التالى تشبه تلك الاضطرابات التى تصاحب الحروب العظمى والكساد الاقتصادى الذى حدث فى النصف الأول من القرن العشرين"(٢).

ومع ذكر ازدياد مخاطر حدوث الفيضانات وحالات الجفاف والمجاعات والتهجير الإجبارى على نطاق ضخم، حذَّر ستيرن من أن التغير المناخى "يهدد العناصر الأساسية لحياة البشر حول العالم – من نواحى الوصول للمياه، والإنتاج الغذائى، والصحة، واستخدام الأراضى والبيئة"(٣). وقد دعا إلى إجراءات فورية

---

(١) ادعى بعض المراقبين أن جور "*Gore*" وآخرين قد بالغوا فى أن التغيرات المناخية تهدد حياة الدب القطبى. إلا أنه فى عام ٢٠٠٨، قامت الإدارة الأمريكية فى عهد الرئيس بوش بإدراج الدب القطبى على قائمة الأنواع المهددة بالانقراض، مستشهدة بالأدلة على أن ارتفاع درجة حرارة البحار تؤدى إلى تدمير بيئتها الطبيعية.

(٢) تقرير ستيرن عن اقتصاديات التغيرات المناخية ***The Stern Review Report on the Economics of Climate Change, ii.*** يمكن الحصول عليه من خلال الرابط: ***www.hm-treasury.gov.uk/stern_review_report.htm***

(٣) نفس المرجع السابق.

وفق سياسة محددة ومنسقة تتضمن فرض ضرائب ثقيلة على حرق الكربون والتزامًا رئيسيًا بالاستثمار فى مصادر طاقة بديلة، وقد رفض سلوك "الانتظار والمراقبة *Wait – and – see*" الذى يفضله كثير من الاقتصاديين. ويقول ستيرن "إن التغير المناخى يمثل تحديًا فريدًا للاقتصاد. وهو أضخم وأوسع حالة لنطاق فشل الأسواق التى شهدها العالم"[١].

وحتى وقت نشر تقرير ستيرن، كان معظم الناس يعتبرون الاحترار العالمى مشكلة علمية، أو مشكلة سياسية أو مشكلة أخلاقية[٢]. وهو فى الواقع كل هذه الأشياء معًا، ولكن فى جذورها مشكلة اقتصادية. فمنذ مائتان وخمسون عامًا مضت، كانت أرصدة ثانى أكسيد الكربون فى الجو تعادل نحو ٢٨٠ جزءًا فى المليون. والآن، أصبح المستوى ٤٣٠ جزءًا فى كل مليون. وإذا ما استمر الاتجاه الحالى، فإن من المنتظر أن يصبح فى عام ٢٠٥٠ حوالى ٥٥٠ جزءًا فى المليون وعندما يتراكم الغاز فى الجو، فإنه يعمل مع الدفيئة *greenhouse*، ويحجز الحرارة، ووفقا لمتوسط الحرارة العالمية، فإن أكثر عشر سنوات دفئًا كانت ما بين عام ١٩٩٥، وعام ٢٠٠٧.[٣] وأهم مصدر لارتفاع مستويات ثانى أكسيد الكربون هو الانبعاثات الصادرة عن محطات الطاقة، والمصانع، والسيارات، وغير ذلك من محارق الوقود الكربونى التى يصنعها الإنسان. والآن، وعلى النقيض من دعاوى بعض ناشطى البيئة، فليست هناك أشياء شريرة بالنسبة لمدير محطات الطاقة،

---

(١) نفس المرجع السابق.

(٢) وصف آلية تغير المناخ: وأنا أعتمد هنا على إجماع آراء العلماء، كما عبر عنها، على سبيل المثال، تقرير "التغير المناخى ٢٠٠٧ *Climate Change 2007*"، وهو تقرير صادر عن الفريق الحكومى الدولى المعنى بتغير المناخ. وعلى الرغم من أن معظم الخبراء يشتركون فى هذا الإجماع. فإن بعض المعارضين البارزين يشككون فى الأدلة على أن ظاهرة الاحتباس الحرارى هى ظاهرة حقيقية أو أنها نتاج النشاط الاقتصادى البشرى.

(٣) أكثر عشر سنوات دفئا: تقرير"التقرير السنوى لمناخ عام ٢٠٠٧" *Climate of 2007 Annual Report.* المركز الوطنى للمعلومات المناخية. ١٥ يناير ٢٠٠٨. يمكن الحصول عليه من خلال الرابط: www.ncdc.noaa.gov/oa/climate/research/2007/global.html#gtemp

وأصحاب المصانع، أو المشترين لسيارات الركوب الكبيرة. ومعظم الناس فى الاقتصاد يسعون وراء مصالحهم الذاتية، وتكون ردود أفعالهم طبقًا للإشارات التى يوفرها لهم السوق. والأمر الرئيسى بالنسبة للاحترار العالمى، ومصدر فشل السوق الذى كان ستيرن يتحدث عنه، هو وجود الشيء الذى يطلق عليه الاقتصاديون "الكميات الفائضة السلبية ***negative spillovers***"، أو "المظاهر الخارجية ***externalities***".

وعندما تقوم إحدى محطات الطاقة بحرق الفحم لتوليد الكهرباء، فإن ثانى أكسيد الكربون ليس سوى منتج فرعى، يفيض إلى الجو. ولا تعانى محطة الطاقة سوى دفع غرامة أو عقوبة صغيرة مقابل أعمالها فى تلويث البيئة، ولذا لا يكون لديها أى حافز فى إيقاف الملوِّثات. وفى الواقع، فإن حوافز السوق هى عادة ما يدفع المنشأة لكى تصبح مصدر تلوث فى المقام الأول: إذ أن إنتاج الكهرباء من الفحم أرخص كثيرًا من بناء مزارع واسعة لطواحين الهواء أو إقامة اللوحات الشمسية. والطريقة الأخرى لقول هذا هى أن التكاليف الاجتماعية لحرق الفحم والأشكال الأخرى للكربون تنحرف بعيدًا عن التكاليف الخاصة وقد ذكر تقرير ستيرن "أنه بصفة عامة ومشتركة مع المشاكل البيئية الأخرى، فإن تغير الطقس الذى يتسبب فيه البشر ما زال مظهرًا خارجيًا فى أدنى مستوياته، وأولئك الذين يتسببون فى انبعاثات غازات الدفيئة ***greenhouse-gas-emissions*** يؤثرون فى تغيير المناخ، ومن ثم يفرضون تكاليف على العالم وعلى الأجيال القادمة، ولكن لا يواجهون مباشرة، سواء عن طريق الأسواق، أو من خلال طرق أخرى، الآثار والتبعات الكاملة لأعمالهم". ومضى تقرير ستيرن فى هذا المغزى، وهو "أن التغير المناخى ليس سوى فشل السوق – وهو فشل لم يتم تصحيحه من خلال أى مؤسسة أو سوق، إلا إذا تدخلت الشرطة"(١).

---

(١) تقرير ستيرن "*Stern Review Report*" صفحة ٢٤

وقد أدى نشر تقرير ستيرن إلى الإسراع فى إجراء مناقشة واسعة وقوية[١]. وبعض الاقتصاديين، بقيادة ويليام نوردهاوس من جامعة ييل، اتهموا ستيرن بالمبالغة فى تكاليف التغير المناخى، بينما دافع آخرون عن حساباته. وما زال النزاع مستمرًا، ولكن أى شخص لا يمكنه الإقلال من إنجاز ستيرن فى إظهار فكرة فشل السوق أمام أنظار واهتمام الجماهير، والإشارة إلى الحاجة فى أن يضعها السياسيون كعنصر فى إجراءاتهم واهتماماتهم.

وإننى أذكر جيدًا أول محاضرة فى الاقتصاد حضرتها على الإطلاق، وكان المعلم، هو أحد معلمى أوكسفورد البارزين، قد قدم شخصية روبنسون كروزو الذى يعيش فى جزيرة مهجورة، حيث كان عليه أن يقرر كيف يخصص وقته وطاقته لتعظيم رفاهته، هل ينفق وقتًا أكثر على الصيد البرى أو صيد الأسماك، أو فى بناء مأوى أم عمل ملابسه؟ وتورد الحالة الحدية لفالراس / جيفونس ***Walras / Jevons***، التى استخرجها المحاضر بمساعدة أحد الرسوم البيانية حلاً بسيطًا: وهو أنه ينبغى عليه الاستمرار فى كل نشاط حتى يصل إلى المنفعة الإضافية التى تنتجها أى ساعة عمل أخرى مخصصة إلى نفس النتيجة. وإذا كان من الأسهل صيد السمك عن صيد الغزال، فينبغى عليه أن يتجه إلى الشاطئ. وإذا ما كان سقف بيته يسمح بتسريب المطر، فينبغى عليه أولاً إصلاح السقف، وبعد ذلك قدم المعلم الرجل فرايداى، الذى كان يعيش أيضًا على الجزيرة نفسها. وأصبح كروزو وفرايداى يتبادلان مع بعضهما بعضًا من أجل منفعتهما المشتركة، وبدون ذلك لم يكن يجرى بينهما تعامل ولم يكن الدخان الصادر من النيران التى يشعلها فرايداى يسبب إزعاجًا لكروزو، كما لم يكن يزعج كروزو أن فرايداى يملك كوخًا أكبر من كوخه. وكان كل ما يحرص عليه كروزو هو ممتلكاته الخاصة.

---

(١) انتقادات الاقتصاديين لتقرير ستيرن. انظر على سبيل المثال تقرير بعنوان "*The Stern Review on the Economics of Climate Change*"، كتبه ويليام نوردهاوس. ٣ مايو ٢٠٠٧. يمكن الحصول عليه من خلال الرابط: ***http://nordhaus.econ.yale.edu/stern_050307.pdf***

هذه هى مثالية الاقتصادى عن المنافسة الجذرية. ولكن البشر ليسوا إلا حيوانات اجتماعية يعيشون معًا فى جماعات، ويتنفسون نفس الهواء، ويتقاسمون نفس المبانى، ويتزاحمون ويتدافعون فيما بينهم الواحد ضد الآخر من أجل الموارد، والمكانة، والزملاء. وفى هذه البيئة، تسود الفوائض. وبمجرد أن تبدأ فى التفكير فيها، يمكنك أن تعثر عليها فى كل مكان – حتى فى بيتك ذاته. وإذا كان زميلك فى الغرفة كثير التدخين، فإنك تكون معرضًا لمخاطر مرتفعة من ناحية الإصابة بسرطان الرئة، وإذا كان يعزف موسيقى بصوت مرتفع فى أوقات متأخرة من الليل، فإنك لن تتمكن من النوم. وهناك مكان العمل. فإذا كان الشخص الذى يعمل فى الخانة التالية لك يحصل على الترقية التى كنتَ تظن أنك تستحقها، فإنك عندئذ ستستاء، بل وقد يصيبك المرض. (طبقًا لدراسة شهيرة أجريت على سبعة عشر ألف موظف حكومى بريطانى(١)، فإن الموظفين فى الدرجات الدنيا تصيبهم مشاكل صحية ويعانون من معدلات مرتفعة لأمراض القلب أكثر من الأشخاص فى المراكز العليا).

كان أول الاقتصاديين الذين قاموا بفحص الفوائض بمعناها الحديث هو آرثر سيسل بيجو *Arthur Cecil Pigou* (١٨٧٧-١٩٥٩)، وهو عالم إنجليزى غزير الإنتاج، كان لعدة سنوات رجل الاقتصاد المنسى. وفى العقود الأولى من القرن العشرين كان بيجو، وليس زميله كينز، هو الذى سيطر على الاقتصاد البريطانى. وهو الذى قام بنشر نصوص معتمدة، تم استخدامها فى عمولات الخبراء، وساعد فى تحديد منطقة عملية وسطى بين مبدأ الحرية *Laissez-faire* والمبدأ الجماعى *Collectivism*. وبعد اصطدام بيجو مع كينز فى أثناء الكساد العظيم. على أية حال، عانت سمعته من الهبوط السريع، وانتهت حياته كشخصية راغبة فى التنسك

---

(١) دراسة عن الموظفين الحكوميين البريطانيين. *M.G. Marmot and Richard G. Wilkinson, Social Determinants of Health (New York: Oxford University Press, 2006), 19*

والوحدة، ومعتزلة وحزينة. ولم تتم إعادة اكتشاف أعماله سوى مؤخرًا. وقد أشار تقـرير ستيرن إلى كتابين من كتب بيجو. وفى عام ٢٠٠٦، قام جريج مانكيو *Greg Mankiw*، وهو اقتصادى معروف من جامعة هارفارد، والذى عمل رئيسًا لمجلس البيت الأبيض للاستشاريين الاقتصاديين من عام ٢٠٠٣ وحتى عام ٢٠٠٥، بإنشاء نادى بيجو "*Pigou Club*" للاقتصاديين والمثقفين الذين يؤيدون فرض ضرائب أعلى على البنزين وغيره من مصادر ثانى أكسيد الكربون.

وقد شب بيجو فى جزيرة ويت *Wight* أمام الساحل الجنوبى لإنجلترا. وكان والده ضابطًا بالجيش وسليل الهوجونوت الفرنسيين، وكانت أمه من سلالة أيرلندية. وبعد أن درس فى هارو *Harrow* وهى مدرسة خاصة جدًا، درس فيها أيضًا وينستون تشرشل، ذهب إلى كلية كينج، فى كامبريدج، حيث درس التاريخ والاقتصاد، وحصل على مجموعة من الجوائز الأكاديمية. وكان أستاذه هو الاقتصادى الأسطورى ألفريد مارشال، الذى رأى فيه برعمًا عبقريًا، وساعده فى الحصول على سلسلة من الوظائف التعليمية، بما فى ذلك أستاذ كرسى الاقتصاد السياسى بكامبريدج الذى كان مارشال قد تركه فيه عام ١٩٠٨. وصعد بيجو إلى هذا المنصب، الذى كان حينئذ أعلى وأعظم المناصب مكانة فى جميع فروع الاقتصاد، وكان بيجو وقتئذ يبلغ الثلاثين من العمر. وكان كما وصفه أحد معاصريه "طويلاً ورشيقًا كأحد محاربـى الفيكنج"[(١)]، وعـرف بـاسم "الأستاذ *The Prof*". بالإضافة إلى نواحى نشاطه الثقافى، كان رياضيًا، يلعب الكريكيت والتنس والجولف، ويقوم بجولات حول المملكة المتحدة على دراجته. وقد كتب عنه روبرت سكيدلسكى *Robert Skidelsky*، مؤرخ كينز، "أن بيجو كان يتصرف مع نفسه كما لو كان فى حالة استعراض. وقد كانت الأخلاقيات فى عقله مرتبطة

---

(1) John Skidelsky, John Maynard Keynes (London: Macmillan, 1962), 5

بشكل معقد ومتشابك مع اجتهاده الطبيعى ولم يكن هناك من هو أسعد منه عندما يحضر احتفالات الشبان الرياضيين الأقوياء ويشاركهم فى صعود الجبال فى سويسرا أو مناطق البحيرات"(١).

وعلى غرار أستاذه ومعلمه مارشال، كان بيجو يعتبر الاقتصاد "آلة أو طريقة للتفكير"(٢)، بدلاً من أن يكون مجموعة من الانطباعات الأخلاقية أو الفلسفة السياسية. وهو لم يكن أصوليًا راديكاليًا أو من الساخطين. وبصفة عامة يمكن القول إنه كان مؤيدًا للمشروعات الخاصة والحكومة المحدودة. ومع ذلك، فقد "كان مثل معظم كبار الاقتصاديين البريطانيين، ابتداءً من آدم سميث، وحتى جون ستيورات ميل يعتقد بأن التحليل الدقيق والحريص للاقتصاد قد كشف عددًا من النواحى التى لا يمكن فيها تأييد أو تبرير سياسة حرية العمل ***Laissez-faire*** وحتى فى أكثر الدول تقدمًا هناك حالات فشل وعيوب... وهناك عقبات كثيرة تمنع توزيع موارد المجتمع وفقًا لأكثر الطرق كفاءة"(٣). هكذا كتب بيجو فى "اقتصاد الرفاهة ***Economics of Welfare***" الذى صدر عام ١٩٢٠. "إن هذه الدراسة تكوّن مشكلتنا الحالية... وغرضها أساسًا عملى. وهى تسعى إلى إلقاء ضوء أكثر سطوعًا على بعض الطرق التى هى الآن، أو قد تصبح فى نهاية الأمر مجدية للحكومات كى تتحكم فى لعب القوى الاقتصادية بوسائل تهيئ لها نشر وترويج الرفاهة الاقتصادية، ومن خلالها إلى الرفاهة الإجمالية لمواطنيها جميعًا"(٤).

كان الإسهام الثقافى العظيم لبيجو هو قيامه بأخذ بعض حالات "فشل وعيوب" السوق وتطويرها إلى حالة منظمة للتدخل العام. والخطوة الرئيسية فى

---

(1) John Skidelsky, John Maynard Keynes (London: Macmillan, 1962), 5

(2) A.C. Pigou, The Economics of Welfare, 4th ed. (London: Macmillan, 1962), 5

(٣) نفس المرجع السابق، صفحة ١٢٩

(٤) نفس المرجع السابق، صفحة ١٢٩-١٣٠

حجته كانت التمايز الذى رسمه بين القيمة الخاصة والقيمة الاجتماعية للنشاط الاقتصادى. "إن الصناعيين لا يهتمون سوى بصافى المنتج الخاص وليس الاجتماعى لعملياتهم"(١) هكذا أشار بيجو إلى هذه النقطة. وفى بعض النواحى الاقتصـــاديـــة، لا توجد أهمية لهذا التمييز، نظرًا لأن التكاليف الخاصة والتكاليف الاجتماعية تلتقيان معًا. ولكن عندما يختلف الاثنان بسبب وجود الفوائض ***Spillovers***، فإن الأسواق لا يمكن فى هذه الحالة أن تضمن توزيعًا مثاليًا للموارد، وقد "تتوقع إجراءات معينة للتدخل فى العمليات الاقتصادية العادية، ليس لنقصان، بل لزيادة" الرفاهة الشاملة.

ولتفسير ما كان يعنيه، قام بيجو ببحث بناء خط سكك حديدية جديد يسهل انتقال الأشخاص والسلع لمسافات طويلة. عندئذ تكون الوفورات فى الوقت والنقود التى سيتمتع بها مستخدمو السكك الحديدية هى منافع خاصة لهم، وينعكس وجود هذه المنافع فى أجور النقل التى سيرحب مستخدمو الخدمة بدفعها. وبالمثل، فإن مصروفات شركة السكك الحديدية الخاصة بمد الخطوط والقضبان، والحصول على القاطرات والعربات، ودفعها لأجور العاملين بها تعتبر تكاليف خاصة، يجب أن تظهر فى الأسعار التى تتقاضاها. ومن منظور النظرية الاقتصادية التقليدية، فكل شىء حتى الآن حسن وجيد. ولكن قد يحدث، كما يقول بيجو، أنه مع افتتاح السكك الحديدية "أن تلقى عبء التكاليف على الأشخاص غير المعنيين بصفة مباشرة، وذلك من خلال، مثلاً، الأضرار التى لم يتم تعويضها والتى حدثت للغابات المحيطة بسبب الشرر المتطاير من قاطرات السكك الحديدية"(٢). وهذه التكاليف الاجتماعية لا تدخل فى حسابات شركة السكك الحديدية، ولكن عند حساب القيمة

---

(١) نفس المرجع السابق، ١٧٢

(2) A.C. Pigou, The Economics of Welfare, 4th ed. (London: Macmillan, 1962), 134

الاجتماعية النهائية لعملياتها. وأصر بيجو على أن "كافة هذه الآثار يجب أن تدخل فى الحسبان"(١).

ونقطة بيجو أساسية. وكما شرحت فى الجزء الأول، فإن جوهر الاقتصاد المثالى (اليوتوبى) هو أن السوق الحر، من خلال توليد مجموعة من الأسعار يمكن عندها للمستهلكين والمنشآت أن تعادل بين التكاليف الخاصة والمنافع الخاصة، وهو ما ينتج نتيجة عامة، ولكن من وجهة نظر المجتمع، فإن المطلوب هو تحقيق التوازن بين التكاليف الاجتماعية والمنافع الاجتماعية. إن الأسواق الحرة لا تؤدى إلى مثل هذا التوازن. وعندما توجد الفوائض ***Spillovers***، فإن الأسعار التى يخرجها الحاسب الفائق لهايك لا تعكس سوى التكاليف والمنافع الخاصة، والنتيجة العامة التى ينتجها اقتصاد السوق ليست بذات كفاءة كما أنها غير مرغوبة اجتماعيًا. ويفشل السوق، ويفشل بمعنى محدد جدًا وقابل للتنبؤ به.

لم يستخدم بيجو جملة "فشل السوق" بالتحديد، ولكن كتاب اقتصاد الرفاهة ***Economics of Welfare*** كان بشكل أساسى هو أول كتاب اقتصاد مخصص للموضوع. ولتصحيح فشل السوق الذى تسببه الفوائض، ساند بيجو استخدام الضرائب والدعم. وحيثما تكون القيمة الاجتماعية لنشاط ما أقل من قيمته الخاصة، كما هو فى الحالة الكلاسيكية للمصنع الذى يضخ المخلفات السامة فى النهر، إذن يكون من المناسب أن تقيد الحكومة النشاط بفرض ضريبة – وهى سياسة أشار إليها بيجو بأنها إدخال "قيود استثنائية". ومن ناحية أخرى، بين بيجو بعض نواحى النشاط ذات القيمة الاجتماعية التى تتجاوز قيمتها الخاصة. على سبيل المثال، فإن مقدمى خدمات المنارات، والمتنزهات، وإضاءات الشوارع يواجهون صعوبة فى تقاضى مبالغ مالية من الناس مقابل استخدام خدماتهم، مع أن المنافع الاجتماعية

---

(١) نفس المرجع السابق، صفحة ١٩٢

التى يقدمونها ذات فائدة واضحة وكبيرة. وقد حذر بيجو من أن السوق لن يقدم كميات كافية من أنواع تلك السلع، والتى أصبحت تعرف فيما بعد بـــ"السلع العامة ***Public goods***". ولذا فإن الحكومات، كان لديها ما يبرر استخدام "إعانات الدعم – إجراءات تشجيع استثنائية ***extraordinary encouragements*** " – لتصحيح هذا الفشل السوقى وضمان توفيرها بالقدر الكافى".

وعلى النقيض مما جاء به بعض المتأخرين من مؤلفى الكتب الدراسية، فإن تحليل بيجو للفوائض وغيرها من نواحى فشل السوق تجاوز الحالات الهامة التى تدمر فيها المنشآت مباشرة البيئات المحيطة بها. وقد أشار إلى أنه فى المجتمع الحديث هناك كافة أنواع الاعتمادات الاقتصادية المتبادلة. ومن بين الأمثلة التى ذكرها كانت الجرائم التى يحفزها بيع المشروبات الكحولية، والأضرار التى تلحق بأسطح الطرقات نتيجة استخدام السيارات الخاصة، والأضرار التى تصيب الأجنة فى بطون أمهاتها نتيجة لممارستهن العمل فى المصانع فى أثناء الحمل، والإصابات التى تجرى معاناتها فى الحملات العسكرية المخصصة لحماية الاستثمارات الأجنبية للبلاد – ولقد نفذت الإمبراطورية البريطانية فى أوج عظمتها كثيرًا من هذه التدريبات التى أطلق عليها "دبلوماسية القوارب المسلحة ***gunboat diplomacy***". وبإدخال هذه الأنواع من المشاكل تمكن بيجو من تبرير نطاق واسع من سياسات الحكومة مثل: قوانين الاعتدال فى شرب الخمر ***Temperance laws***، وقوانين تحديد المناطق ***Zoning laws***، والضرائب التصاعدية ***progressive taxation***، والتخلص من المناطق العشوائية ***Slum clearance***، وإجازات الوضع الممولة من الدولة ***State – financed maternity leaves***.

وبعد مرور ما يقرب من قرن على إصدار كتاب اقتصاد الرفاهة ***Economics of Welfare***، ما زال الوضوح والطموح اللذان اتسمت بهما رؤية

بيجو محل دهشة. وكما قال مــؤرخ الفكر الاقتصادى مارك بلوج ***Mark Blaug*** "لا يمكن لأى شخص أن يستمر فى الاعتقاد بالتنسيق اللحظى بين المصالح الخاصة والاجتماعية، إذا كان قد هضم إصرار بيجو على إمكان الاعتماد المتبادل بين المنشآت والأسرات"(١). وعند تقديم فكرة التكلفة الاجتماعية، أشار بيجو إلى مشكلة رئيسية مع اليد الخفية والتى تغاضى عنها أو تجاهلها كثير من اقتصاديى السوق الحر متعمدين. وقد اقترح أيضًا بعض الطرق البسيطة لتصحيح عيوب السوق، أحيانًا من خلال نظام الضرائب، ولكن أيضًا من خلال توفير الخدمات العامة وإدخال اللوائح والتنظيمات. وفضلاً عن ذلك، فإنه أنجز كل هذا باستخدام نفس الأدوات الخاصة بـــ "التحليل الحدى ***marginal analysis***" التى استخدمها فالراس، وباريتو وآخرون لكى يُشيدوا بفضائل اليد الخفية. وكان من الصعب على أنصار مذهب السوق الحر أن يتغاضوا عن نتائج بيجو باعتبارها منتجًا لمنهجية غير سليمة: فقد كانت طريقته هى طريقتهم.

ومع ذلك، ومع مرور الوقت، أطلق الاقتصاديون المحافظون جهدًا متواصلاً وناجحًا جزئيًا لإضعاف الثقة فى عمل بيجو – وهى مهمة عثروا فيها على حليف غير متوقع. ففى عام ١٩٣٣، عندما بلغ معدل البطالة فى بريطانيا ١٥%، أصدر بيجو كتابًا آخر، بعنوان "نظرية البطالة ***The Theory of Unemployment***"، كرر فيه الحجة التقليدية وهى أن السبب الجذرى فى البطالة الضخمة هو أن الأجور كانت مرتفعة جدًا. وأعرب كينز عن غضبه الشديد، وبعد ثلاث سنوات، وفى كتابه "النظرية العامة ***The General Theory***" بعد ذلك صوّر بيجو على أنه زعيم المناصرين للمدرسة الكلاسيكية العتيقة للاقتصاد وصب احتقاره على كتاب "نظرية البطالة" معلقًا بأنه "لم يكن قادرًا على أن يخبرنا ما الذى يحدد المستوى الفعلى

---

(1) M.Blaug, Economic Theory in Retrospect (Homewood, III, Richard D. Irwin, 1962), 551

للبطالة، أما بشأن مشكلة البطالة غير الاختيارية فلم يكن لديه ما يدعم رأيه"[١]. وفى استعراض نقدى لكتاب "النظرية العامة" حاول بيجو أن يرد النار فكتب "إن أينشتين قدم لعلم الفيزياء ما يعتقد مستر كينز أنه قدمه للاقتصاد" واستمر يقول "لقد وصل إلى حالة تعميم شامل، يمكن فى ظله أن يتم تصنيف النتائج التى وصل إليها إسحق نيوتن على أنها حالة خاصة. ولكنه عند إعلانه اكتشافه. لم يلمِّح من خلال جُملٍ شائكة بعناية، أن نيوتن وأولئك الذين تبعوا قيادته كانوا مجرد عصابة من العمال غير الأكفاء"[٢].

وهكذا لحق الضرر فعلاً بسمعة بيجو، على أى حال. وأدى نجاح "النظرية العامة" إلى تحويل مؤلفها إلى شخصية شهيرة دوليًا، أما بيجو الذى كان ذات يوم شخصية عظيمة ذات مواهب كبيرة، فقد أصبح قطعة متحفية. وبعد ذلك تراجع ليصبح مجرد نظرية صرف، يصدر مقالات وكتبًا على فترات منتظمة، ولكن إلى حد كبير كان يكتب التعليقات العامة على تقديم الثورة الكينزية. وفى عام ١٩٤٣، تخلى بيجو عن عمله كأستاذ بالجامعة، محتفظًا بزمالته مع جامعة كينج. وفيما بعد انسحب إلى غرفته وكتبه، وكان لا يظهر إلا نادرًا.

وفى عام ١٩٦٠، أى بعد سنة من وفاة بيجو، تساءل رونالد كوز ***Ronald Coase*** وهو اقتصادى ذو ميول محافظة، والذى كان قد انتقل إلى جامعة شيكاغو، عما إذا كان وجود الفوائض يبرر تدخل الحكومة. وفى ورقة بحثية بعنوان "مشكلة التكلفة الاجتماعية"[٣] أشار كوز إلى أنه فى معظم الحالات تنتهى المشكلة إلى

---

(1) John Maynard Keynes, The General Theory of Employment, Interest, and Money (New York Harvest/BJ, 1964), 275

(2) Arthur Cecil Pigou, "Mr. J. M. Keynes' General Theory of Employment, Interest, and Money," Economica (New Series) 3, no. 10 (May 1936): 115

(٣) ورقة بحثية بعنوان *"The Problem of Social Cost"*. رونالد كوز. جريدة *Journal of Law and Economics 17, no 2 (1974)* صفحة ١ – ٤٤

موضوع نزاع حول حقوق الملكية. فإذا كان أحد مصانع الكيماويات يطلق أبخرة مؤذية ومضرة بالصحة فى منطقة سكنية مجاورة. فإن "حق" المصنع فى القيام بأعماله المشروعة يصطدم بـــ "حق" الأشخاص الذين يعيشون بجواره فى أن يتنفسوا هواءً نقيًا. ومع اشتراط أن تكون حقوق الملكية محددة تمامًا ومع تنفيذ القوانين تنفيذًا فعليًا، فإن كوز يقول، إن المساومات الخاصة بين الأطراف المتأثرة ستضمن نتيجة اقتصادية ذات كفاءة.

وقد أورد كوز مثال مُزارع القطيع مع أبقاره التى اتجهت إلى التجول فى أرض مزروعة مجاورة، مدمرة بعض المحاصيل التى كانت مزروعة هناك. فما دام المزارعان يمكنهما الوصول إلى تقدير بالدولار للضرر الذى لحق بالزراعة، وما دامت قوانين التجاوز والتعدّى على أراضى الغير محددة بشكل واضح، سيكون لدى كليهما حافز للوصول إلى اتفاق مالى بشأن أى تعديات فى المستقبل. أما من يدفع إلى الآخر فسيعتمد على القانون. وإذا كانت اللائحة تقرر أن مُزارع القطيع مسئول قانونًا عن الضرر الذى سببته الحيوانات الشاردة، فستكون مسئوليته هى تسوير أرضه، ومنع قطيعه أو أن يدفع مبلغًا متفقًا عليه إلى صاحب الأرض الصالحة للزراعة مقابل تغاضيه عن حالات التعدى العرضى لحيواناته. وإذا لم يقضِ القانون بمسئولية المزارع صاحب القطيع عن أفعال حيواناته، فإن الأمر سينتهى بالنقود إلى الاتجاه الآخر العكسى. ويكون من مصلحة صاحب الأرض المزروعة، إذا أمكنه تقدير قيمة محصوله بمبلغ مرتفع كاف، حتى يمكنه أن يقيم سورًا بينه وبين جاره. وطالما كان القانون واضحًا، فإن كوز يقول، فليس من المهم فى الواقع أى جانب يتحمل العبء. ففى كلتا الناحيتين، سيكون النمط النهائى للإنتاج ذا كفاءة وفقًا لرأى باريتو، أى أنه لم يكن ممكنًا جعل أحد المزارعين فى وضع أفضل بدون الإساءة إلى وضع الآخر.

كان تبرير كوز جديدًا وعبقريًا. وعندما قدمه لأول مرة إلى مجموعة كبيرة من زملائه بجامعة شيكاغو ضمت ميلتون فريدمان وجورج ستيجلر، رفضهُ عشرون منهم ولم يوافق عليه سوى واحد منهم. وعلى أى حال، فبعد نحو ساعتين من البحث والنقاش، قبل الجمهور حجة كوز، وهى أنه بغض النظر عن القانون الأساسى فإن المساومة الخاصة تولّد نتيجة تتسم بالكفاءة، وسرعان ما أمسك بعض الاقتصاديين المحافظين الآخرين بالنتيجة التى أطلق عليها ستيجلر "نظرية كوز ***Coase Theorem***". وقد كانت جاذبيتها واضحة بالنسبة لأنصار حرية العمل ***Laissez-faire***: وهو أنه إذا كان كوز على حق وكان بيجو مخطئًا، فهناك أرض صلبه للتساؤل عن سلسلة السياسات الحكومية.

ومع استعادة السوق الحر لحيويته واستكماله لقوته، ظهر كوز كأحد قادته المثقفين. وفى عام ١٩٧٤ نشر مقالاً يقترح فيه، على عكس بيجو، بأن القطاع الخاص يمكنه أن يقوم بتوفير كثير من "السلع العامة ***Public goods***"[١]. وأشار إلى أنه منذ مئات السنين قام كثير من الإنجليز بتمويل المنارات بأنفسهم، عند طريق فرض مصروفات على السفن، وشركات السفن، وجنبًا إلى جنب مع اثنين من زملائه فى مدرسة القانون بجامعة شيكاغو، لعب كل من ريتشارد بوزنر ***Richard Posner*** وفرانك إيستر بروك ***Frank Easterbrook***، وكوز أيضًا دورًا مهمًا فى جهد منظم وناجح ومتحفظ لتعليم القضاة وغيرهم من المحامين عن اقتصاد السوق الحر، وقد عمل كوز لسنوات طويلة رئيسًا لتحرير مجلة ***The Journal of law & Economics***. وفى عام ١٩٩١ منح جائزة نوبل.

---

(١) ورقة بحثية بعنوان *"The Lighthouse in Economics"* جريدة *Journal of Law and Economics 17, no. 2 (1974)* صفحة ٣٥٧-٣٧٦

والآن، يجادل كثير من الاقتصاديين الذين يميلون إلى شيكاغو، بأن السياسة الوحيدة الضرورية للتعامل مع الفوائض هى التوضيح الكافى وإنفاذ حقوق الملكية. وطبقًا لما يقوله أحد أتباع كوز "إننا ينبغى أن نمحو تمامًا فكرة العوارض الخارجية *externality*"[١]. ولكن كوز نفسه لم يذهب إلى هذا المدى. وفى مقاله المنشور فى عام ١٩٦٠، أقرَّ بأنه إذا ما أضر نشاط ما بكثير من الأشخاص المختلفين، فإن الاتفاق بين جميع الأطراف المعنية على حل كفء قد يكون صعبًا ومكلفًا. ويشير الاقتصاديون إلى تكاليف التفاوض على أنها "تكاليف العملية ***transaction cost***". وفى محاضرته التى ألقاها لدى استلامه لجائزة نوبل، اعترف كوز بأن النظرية المسماة باسمه لم تطبّق إلا عندما كانت كل تلك الأشياء كمًّا مهملاً. وقال "إننى أميل إلى اعتبار نظرية كوز ***Coase Theorem*** خطوة إلى الأمام فى الطريق إلى تحليل لاقتصاد ذى تكاليف عمليات إيجابية". واستمر قائلاً إن ذلك لا يعنى ضمنًا، أنه عندما تكون تكاليف العملية إيجابية، أن الإجراء الحكومى لا يمكن أن ينتج نتيجة أفضل بدلاً من الاعتماد على المفاوضات بين الأفراد فى السوق. وسواء أكان يمكن أن يتم اكتشاف هذا بدون دراسة حكومات خيالية أم كان مما تقوم الحكومات الحقيقية بعمله فعلاً[٢].

لم يكن بيجو ليختلف مع كثير مما قيل فى هذا البيان. وكما قلت، فإنه لم يكن راديكاليًا. ولكن عندما يأتى الأمر إلى فوائض ضخمة الحجم، مثل التلوث الصناعى أو وجود تلوث حضرى، فإنه كان يعتقد أن المساومة الخاصة ليست عملية؛ "نظرًا للتعقيدات الكثيرة للعلاقات فيما بين مختلف الأشخاص والأطراف

---

(1) Terry L. Anderson, "Donning Coase-coloured Glasses: A Property Rights View of Natural Resource Economics," Australian Journal of Agricultural and Resource Economics 48, no. 3 (September 2004): 460

(٢) محاضرة جائزة نوبل، روبرت كوز، ديسمبر ١٩٩١، يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1991/coase-lecture.html

الخاصة التى تأثرت بالعملية. وفى الحالات المماثلة لهذا، كما قال، فإن التدخل الحكومى حتى لو كان قد يخلق بعض المشاكل الخاصة به، إلا أنه فى معظم الحالات كان الرأى الأفضل المتاح"(١).

كان بيجو محقًا بالتأكيد. ولفترة ثلاثة عقود بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية، قام مصنعان يتولى تشغيلهما جنرال إليكتريك بإلقاء أكثر من مليون رطل من مخلفات مادة البايفنيل بوليكالودينات المسببة للسرطان ***carcinogenic poly chlorinated biphenyls (PCBs)*** فى نهر هدسون، مما تسبب فى تلويث مائتى ميل بامتداد الممر المائى الشهير. وفى عام ١٩٧٦ أوقفت ولاية نيويورك كافة أعمال الصيد فى مياه أكثر المناطق تأثرًا، فى العام التالى منعت الحكومة الفيدرالية استخدام مادة ***PCB***. وقد قاومت شركة جنرال إليكتريك بشدة كافة الجهود الرامية إلى إرغامها على إصلاح الضرر الذى سببته. وأخيرًا فى عام ٢٠٠٢، أصدرت وكالة الحماية البيئية ***the Environmental protection agency*** أمرًا إلى المنشأة بتجريف أجزاء من النهر، وتنظيف ما تبقى من مادة ***PCB***. وأصبح وادى هدسون الآن أكبر موقع لصندوق فى البلاد، ولكن منذ بداية عام ٢٠٠٩ لم يكن التجريف قد بدأ بعد (وبدأ العمل أخيرًا فى مايو ٢٠٠٩).

وتصور حادثة جنرال موتورز حماقة الاعتماد على نظرية كوز لمنع الكوارث البيئية. ونادرًا ما كانت حقوق الملكية هى الموضوع. بل حتى لو كانت شركة جنرال موتورز راغبة فى عمل صفقة جيدة، وتقديم تعويض لبعض الصيادين والمستحمين فى النهر من مصانعها بحيث يمكنها أن تستخدم نهر هدسون كمستودع لإلقاء مخلفاتها، كيف يمكن أن تكون قد فعلت ذلك؟ إن هناك ملايين الناس الذين يقطنون وادى هدسون، وكما يبين التاريخ فإن مركب ***PCBs*** يدوم فى قاع النهر لعقود عدة. وحساب كافة التكاليف والمنافع الفردية لن يكون أمرًا عمليًا،

---

(1) A.C. Pigou, The Economics of Welfare, 4th ed. (London: Macmillan, 1962), 194

مثلما تكون المفاوضات بين فرد وآخر. وفى حالات التلوث الضخم. مثل هذه الحالة يكون الإجراء الحكومى هو الطريق الوحيد لتوفير نوع من التوازن بين التكاليف الاجتماعية والمنافع الاجتماعية.

وتثور نفس الموضوعات، إلى حد أعظم لا يمكن تقديره، عند التعامل مع الاحترار العالمى. ومن الواضح هنا أن نظرية كوز لن تكون لها سوى صلة بسيطة – إذ أن معظم الأطراف المعنية لن تكون قد ولدت بعد. ومن منظور بيجو، فإن المشكلة الرئيسية هى الرخص الشديد لسعر الكربون، وأسعار السوق التى يدفعها الناس لمنتجات الكربون مثل البنزين والكهرباء المولّدة من الوقود الأحفورى، لا تعكس الأثر البيئى لغازات الدفيئة. وفى لغة الاقتصاد الحديث، يعتبر استقرار المناخ من المنافع العامة. ونحن جميعًا نتمتع بمنافعه، ولكن لا أحد يدفع فى مقابلها.

إن أكثر الطرق مباشرة لتقريب التكلفة الخاصة للكربون بدرجة أكثر من تكلفته الاجتماعية هى فرض "ضريبة بيجو ***Pigovian tax***" على المنتجات مثل الفحم والبنزين، على أن يكون حجم الضريبة متناسبًا مع كمية غازات الدفيئة الناشئة عن المنتج. (رطل مقابل رطل. الفحم ينتج ثانى أكسيد كربون أكثر من البترول، والذى بدوره يكون أشد قذارة من الغاز الطبيعى). وعلى سبيل المثال فإن فرض إتاوة بمبلغ ١٠٠ دولار على الطن من انبعاثات الكربون تتم ترجمتها إلى ضريبة إضافية على البنزين بمبلغ ٠,٢٠ دولار على الجالون. ومؤخرًا، أعرب بعض الاقتصاديين الجمهوريين عن تأييدهم لفرض ضريبة الكربون. ويقول أعضاء نادى جريج مانكيو غير الرسمى للاقتصادى بيجو والذى يضم جارى بيكر وبوزنر وكلاهما من جامعة شيكاغو، وآلان جرينسبان، ووزير الخارجية السابق جورج شولتز. وطبقًا لما يقوله مانكيو (١).

---

(١) أسئلة بيجو على مدونة جريج مانكيو. ٩ ديسمبر ٢٠٠٦. يمكن الحصول عليها من خلال الرابط: http://gregmankiw.blogspot.com/2006/12/pigovian-questions.html

يرغب نادى بيجو فى التحرك وتجاوز القياس المنطقى البلاغى، وكل ذلك معروف جيدًا فى الدوائر الجمهورية، وهو (١) الضرائب أمر غير جيد (٢) الضرائب البيجوفية هى ضرائب (٣) الضرائب البيجوفية سيئة. وهذا الإطار العقلى البسيط يجعل من المستحيل على الأشخاص القيام بالبحث بطريقة مسئولة المزايا المتصلة بمختلف نظم الضرائب، وبدلاً من ذلك فإننا - البيجوفيين - نقر بما يلى: (١) سيكون هناك بعض الإنفاق الحكومى (٢) هذا الإنفاق سيتم تمويله من الضرائب (٣) ينبغى على الحكومة أن تستخدم أقل قدر ممكن من الضرائب السيئة المتاحة لديها. وفى الواقع فإن الضرائب البيجوفية ليست الأقل سوءًا فقط... بل هى جيدة. فهى تصحح فشل السوق عندما تكون تكاليف العملية شديدة الارتفاع بحيث لا يمكن توقع أن تقوم قوى نظرية كوز بإصلاح المشكلة.

إن إحدى الطرق البديلة للتعامل مع الاحترار العالمى يتلخص فى قيام الحكومة بوضع حد أعلى على إجمالى الانبعاثات الكربونية. وأحد التنوعات المختلفة قليلاً لهذه الفكرة، والذى تتبعه إدارة أوباما هو توزيع عدد محدود من "حقوق الانبعاث"، التى يمكن مبادلتها فى سوق ثانوية. وهذا النوع من خطط "حدد واستبدل ***Cap & Trade***" قد تم استخدامه بنجاح لتقليل الانبعاثات من ثانى أكسيد الكبريت وأكسيد النيتروجين؛ اللذين يسببان الأمراض الحمضية، وتكوّن أساسًا لبروتوكول كيوتو للمعاهدة الدولية للتغير المناخى، التى انسحبت منها الولايات المتحدة فى عام ٢٠٠١. وفى أدبيات الاقتصاد البيئى، هناك كثير من الجدل حول مزايا الضرائب البيجوفية فى مقابل مبدأ "حدِّد واستبدل ***Cap and trade***". ولكن طالما يتم عرض الانبعاثات فى المزادات لأعلى سعر: بدلاً من إعطائها مجانًا، فإنه لا يوجد اختلاف كبير بين النهجين. فكلاهما يهدف إلى قلب الاحترار العالمى، وكلاهما يحقق إيرادات، يمكن استخدامها فى تخفيض ضرائب أخرى أو تمويل سياسات للطاقة النظيفة.

ولسوء الحظ، فإن مشروع قانون "حدِّد واستبدل ***Cap & trade***" الذى وافق عليه مجلس النواب (الكونجرس) فى يونيه ٢٠٠٩، والذى يسعى إلى تخفيض انبعاثات الكربون إلى ما يقل كثيرًا عن مستويات ٢٠٠٥ بحلول عام ٢٠٢٠، لم يحقق المعايير الاقتصادية اللازمة. إذ أن مشروع القانون شطب النص الخاص بالمزاد، ووافق على التنازل عن ٨٥% من حقوق الانبعاثات. ومع ذلك فإن الإدراك المتنامى لدى الحزبين بأن الأسواق لا تعمل بشكل جيد فى وجود الفوائض ***Spillovers*** يمثل تقدمًا ثقافيًا. وحتى وقت قريب نسبيًا، كان نفوذ أفكار السوق الحر كبيرًا إلى حد أن معظم الجمهوريين، بل وبعض الديمقراطيين لم يكونوا راغبين حتى فى بحث فكرة فشل السوق. ويبقى هناك قليل من الاتفاق حول المدى الذى تحدد عنده انبعاثات غازات الدفينة فى المستقبل، أو – وهذا يصل إلى نفس الشىء – مدى ارتفاع ضريبة الكربون، ولكن يبدو أن الاختراق الفكرى المهم قد تم عمله.

وما يزال، من الناحية الثقافية والعملية، هناك طريق طويل لابد من المضى فيه. إن الاحترار العالمى ليس سوى واحدٍ من كثير من الفوائض الضارة، والفوائض ***Spillovers*** ذاتها هى مجرد نوع واحد من أنواع كثيرة لفشل السوق.

وتضم نواحى الفشل المهمة الأخرى السلوك غير التنافسى من جانب الشركات الكبرى، التى تستغل قوة الاحتكار، ورفض شركات التأمين على الحياة تقديم التأمين إلى بعض من يحتاجون إليه حاجة قصوى (المرضى)، والظهور المتكرر لفقاعات المضاربة فى الأسواق المالية. ولحسن الحظ، فإن بعض الاقتصاديين يعملون على هذه الموضوعات، وهناك آخرون مثلهم، لمدة عقود، وفى بقية الجزء الثانى، أقوم بوصف بعض أعمالهم. وكما قلت فى المقدمة فإن الاقتصاد القائم على الواقع ليس موحدا على غرار الاقتصاد المثالى (اليوتوبى). ولكن هذه ميزة بدلاً من أن تكون نقيصة؛ لأنها تعنى أن النظريات المختلفة يمكن

استخدامها لتفسير حالات الفشل المختلفة لسوق. وقد قارن بيجو فى الصفحات الأولى من كتابة "اقتصاد الرفاهة ***Economics of welfare***" بين الاقتصاديين والأطباء، الذين يهتمون بالمعرفة العلمية "للشفاء الذى تساعد المعرفة على تحقيقه". وبالنسبة للطبيب فإن الشيء الرئيسى فى علاج أحد الأمراض ليس هو الضبط والدقة العلمية والاتساق الداخلى للتحليل الذى يقوم عليه التشخيص الذى يقوم به، ولكن ما إذا كان العلاج الذى يوصى به يعمل جيدًا. هنا يتشابه الأمر حيث يكون لدى الاقتصاديين الذين يقوم علمهم على واقع النظرة نفسها إلى المستقبل.

الفصل العاشر

تصنيف الفشل

على قدر ما أذكر، فإن الاقتصادى الأول الذى استخدم تعبير "فشل السوق" كان فرانسيس باتور ***Francis Bator***، الذى أصبح الآن أستاذًا فخريًا للاقتصاد بمدرسة جون ف. كيندى للحكومة بجامعة هارفارد. وفيما بين عام ١٩٦٤ وعام ١٩٦٧، عمل باتور كنائب لمستشار الأمن القومى للرئيس ليندون جونسون. كما عمل أيضًا مستشارًا لوزارتى الخزانة والخارجية. وكان رئيس مجلس الإدارة المؤسس لمدرسة كيندى لبرنامج السياسة العامة. وكان الإسهام الرئيسى له فى الاقتصاد فى أواخر الخمسينيات من القرن العشرين، عندما كتب وهو عضو شاب فى هيئة تدريس معهد ماساتشوستس للتكنولوجيا (***MIT***) ورقتين تضمان مقالين لا ينسيان عن حدود اقتصاد السوق الحر. وكانت الورقة الأولى التى ظهرت فى مارس ١٩٥٧ فى مجلة الاقتصاد الأمريكى ***The American Economic Review*** تقدم عرضًا واضحًا وميسَّرًا لنظرية التوازن العام. وقد كان العمل الأصلى لأرو وديبرو ***Arrow & Debreu*** يمثل عبئًا ثقيلاً حتى بالنسبة للاقتصاديين ذوى التدريب القوى فى الرياضيات. وقد قام باتور بتلخيص النظرية فى أربعين صفحة باللغة الإنجليزية. وبمساعدة بعض الأشكال البسيطة نسبيًا، أظهر كيف أنه فى ظل شروط معينة، أمكن للسوق الحر أن ينتج ناتج باريتو الكفء. وبعد خمسين سنة من النشر، ما زال المقال – ربما أكثر المقدمات سهولةً للنظرية البحتة لليد الخفية.

ظهرت الورقة الثانية لفرانسيس باتور فى المجلة ربع السنوية للاقتصاد *The Quarterly Journal of Economics* فى أغسطس ١٩٥٨ بعنوان "تشريح فشل السوق". "*The Anatomy of Market Failure*"، وقد فحص فيها الظروف التى لم تنطبق فيها النظريات التى سبق له تلخيصها - الحالات التى فشل فيها نظام تخصيص السوق الحر "فى مواصلة نواحى النشاط المرغوبة"[(١)] أو فى إيقاف نواحى النشاط غير المرغوبة. وقد بدأ باتور بالإشارة إلى أن العالم ملىء بأشياء تنتهك افتراضات نموذج أرو وديبرو "معلومات معيبة، القصور الذاتى ومقاومة التغيير، عدم جدوى التكاليف ناقصًا منها إجمالى مبلغ الضرائب، رغبة رجال الأعمال فى "حياة هادئة"، عدم اليقين والتوقعات غير المتسقة، النزوات الغريبة للطلب الإجمالى، ... إلخ"[(٢)]. وبعض هذه الظواهر مثل القصور الذاتى والرغبة فى السلام والهدوء، قد تبدو غير قائمة على منطق إلى حد ما، ولكن عدم اليقين والمعلومات المعيبة تعتبر سمات أساسية فى أى اقتصاد. وهى تنبع من القانون الثانى للديناميكيات الحرارية، والتى يشار إليها عادة باسم "سهم الوقت *time's arrow*"، ونظرًا لأن الوقت لا يجرى إلى الخلف، فإن المستقبل غير معروف، ومنشآت الأعمال والمستثمرين والمستهلكين مضطرة لاتخاذ قرارات على أساس أفضل التخمينات عما قد يحدث. وفى بعض الأوقات تتحقق بعض هذه التخمينات وتكون قريبة من الصواب نسبيًا. وغالبًا ما لا تكون كذلك، وعندما يحدث ذلك تتجه الموارد نحو سوء التخصيص. (بالنسبة لاتباع فرضية التوقعات الرشيدة، تفادى أعضاء مدرسة شيكاغو هذه المشكلة).

---

(1) Francis M. Bator, "The Anatomy of Market Failure," Quarterly Journal of Economics LXXII, no. 3 (August 1958): 351

(٢) نفس المرجع السابق. صفحة ٣٥٢

ولما كنا قد أثرنا موضوعَى عدم اليقين والمعلومات اللذين يفرضان مشاكل أساسية على أى نظرية اقتصادية، فقد تحول باتور إلى نواح أكثر سهولة وانقيادًا للتحليل التقليدى. بل وحتى فى عالم بعد النظر التام، يجادل باتور، بأنه ستكون هناك على الأقل ثلاثة مصادر أخرى لفشل السوق: الأول، هو الاحتكار أو احتكار القلة وفى نموذج السوق الحر، تتكون كل صناعة من أعداد كبيرة من المنشآت المتنافسة، والتى لا يمكن لإحداها أن تستحوذ على حصة صغيرة من السوق. ويعتمد بقاء المنافسة الرذاذية ***Atomized competition*** على قيد الحياة على افتراض تناقص العوائد بالنسبة للحجم، فإذا ما حاولت أى منشأة منفردة الارتفاع بناتجها، فإن تكاليفها سترتفع ولن يكون بإمكانها المنافسة مع المنشآت الصغريات. ومن الواضح أن هذا ليس واقعيًا تمامًا. فإن معظم منشآت الصناعات التحويلية منظمة على أساس خط إنتاج، يضمن أن تكلفة الوحدة تنخفض مع ارتفاع الإنتاج. وشركة فورد أو شركة تويوتا يمكنها أن تقوم بتشغيل مصنع ينتج ألف سيارة أسبوعيًا بسعر رخيص يكاد يعادل ما يتحمله لإنتاج ثمانمائة سيارة أسبوعيًا. وكما لاحظنا سابقًا، فى صناعات الإنتاج الكبيـر، يكـاد يمكن للمنشآت الكبيرة دائمًا أن تدمر أو تضعف المنشآت الصغيرة، وبمرور الوقت يمكن لمجموعة تعد على الأصابع أن تسيطر على السوق. ومع انحسار المنافسة لتصبح مقصورة على بضعة من كبار اللاعبين، ستتمكن المنشآت من وضع أسعار تزيد كثيرًا عن التكلفة، وهو ما ينتهك الشروط الضرورية للكفاءة الاقتصادية.

والمصدر الثانى لفشل السوق الذى حدده باتور، هو أن منشآت الأعمال قد لا يكون لديها سوى حافز ضئيل لإنتاج بعض الأشياء التى لها قيمة مرتفعة فى أعين الناس، مثل الجسور (الكبارى) والمستشفيات والمتنزهات وإدارات مكافحة الحرائق، لأنها لا يمكن أن تتقاضى ما يكفى مقابل خدماتها بحيث تكون مجدية. وهذه هى مشكلة السلع العامة "***Public goods***" التى تناولها آدم سميث وبيجو، ولكن

مدارس لوزان وشيكاغو تغاضت عنها أو مرت عليها مرور الكرام. إن السلع العامة لها خاصيتان غير اعتياديتين: الأولى، أن استخـــدام شخص واحـــد لهـــا، لا يحول دون استخدام الآخرين لها، وإذا ذهبت مبحرًا حول لونج أيلاند ساوند ***Long Island Sound*** فسيكون من حولى فضاء واسع يسمح لك بعمل نفس الشيء، والسمة الثانية المميزة للسلع العامة هى أنه من الصعب منع الناس من استخدامها مجانًا، أى بدون مقابل. وإذا قررت السلطات فرض مبلغ على القوارب الصغيرة مقابل استخدام لونج أيلاند ساوند، فسيكون عليها أن ترسل دوريات لحراسة مئات الأميال من الساحل، وهو أمر سيكون باهظ التكلفة بشكل مانع.

والمصدر الأخير لفشل السوق الذى ذكره باتور هو ظاهرة الفوائض ***Spillovers*** أو "الأحوال العرضية الخارجية ***externalities***". (واللفظ الأخير هو من اختراعه). وقد قام بتحديث تحليل بيجو، مشيرًا بالضبط إلى أن وجود هذه التأثيرات ينتهك الشروط الحدية للنظرية الاقتصادية الكلاسيكية. وضرب مثلاً لذلك: مربى النحل الذى يقع منحله إلى جانب بستان تفاح، كان أول من وضعه هو جيمس ميد ***James Meade***، وهو اقتصادى بريطانى معروف. إذ أنه عندما يتم تلقيح الأزهار على أشجار التفاح، فإن النحل يكون قد ساعد صاحب البستان على إنتاج فواكه أكثر، ولما كان البستان يقدم الرحيق للنحل فإن أشجار التفاح تساعد النحل على إنتاج عسل أكثر. ولكن كلاً من مالك البستان، عندما قرر عدد الأشجار التى سيزرعها، أو حتى صاحب المناحل، عندما قرر عدد خلايا النحل التى ستكون فى منحله، لم يأخذ فى حسبانه تلك الفوائض الإيجابية. وبالتالى فإن السوق لا ينتج الكمية التى تسمح قدرته بإنتاجها.

وبعد أن نشر باتور تصنيفه لفشل الأسواق، لم يستغرق باقى الاقتصاديين وقتًا طويلاً فى إدراك فائدته. وأصبحت معظم الكتب الدراسية الحديثة تتضمن

فصولاً عن عدم اليقين، والمعلومات المعيبة، والاحتكار والسلع العامة والفوائض. ومع ذلك، فإن هذه الموضوعات تعامل عادة كملاحق إلى جانب النص الأصلى للتحليل، والذى يخصص للنموذج الكلاسيكى للسوق الحر. وهذا الترتيب له أثر، يحظى بترحيب كثير من الاقتصاديين وهو إسناد فشل السوق إلى حالة خاصة من المثال الأفلاطونى – وهو أمر لابد من تناوله فى آخر الفصل الدراسى إذا سمح الوقت. وإذا كان الاقتصاد سيعتبر علمًا يقوم على أساس الواقع، فإن ترتيب التقديم ينبغى أن يكون عكس ذلك.

إن حالات فشل السوق تتدرج من مشاكل "متناهية الصغر ***micro***" تصيب أسواقًا بعينها، إلى قصور أو سوء عمل "كلى ***macro***" يؤثر فى الاقتصاد بأسره. ومع ذلك، غالبًا، ما يكون الخط الذى يفصل بينهما غير واضح تمامًا. ومن الواضح أن اختناقات المرور تعتبر من قبيل الموضوعات متناهية الصغر – على الرغم من أنها ليست أقل مضايقة. وإساءة استعمال سلطة الاحتكار من جانب الشركات الكبرى، والإفراط فى مخصصات التنفيذى الأول للشركة (***CEO***) تعتبر من قبيل حالات الفشل الصغرى، ومع ذلك فإن لها أثرًا نظاميًا على الاقتصاد. ومشاكل التلوث، وتدمير البيئة مشكلة عالمية نتجت من الفوائض متناهية الصغر. وأزمة الرهون العقارية الدنيا ***Subprime Crisis*** التى بدأت كفشل متناهى الصغر وتحولت إلى ركود عالمى. إن حالات الانهيار من هذا النوع من الواضح أنها فشل على المستوى الكلى للسوق، ولكن جذورها ترجع إلى عدم اليقين ومشاكل التنسيق على المستوى متناهى الصغر، وخاصة فى القطاع المالى.

إن مشكلة الاحتكار قديمة قدم الاقتصاد ذاته. وكثير من الأشخاص يتعرفون على الموضوع عندما يكونون أطفالاً ويلعبون اللعبة الشهيرة بنفس الاسم. "***monopoly***"، والتى موضوعها هو شراء أكثر ما يمكن من الممتلكات، والحصول

من منافسيك على إيجارات باهظة. وقد قام إخوان باركر ***Park Brothers***، وهم وحدة من شركة هاسبرو ***Hasbro*** بتسويق لعبة مونوبولى ***Monopoly*** منذ الثلاثينيات فى القرن العشرين، ولكن أصول اللعبة يمكن تتبعها إلى لعبة "صاحب البيت ***Landlord's game***" التى اخترعتها ليزى ماجى ***Lizzie Magie*** وهى امرأة شابة من أتباع مذهب كويكرز من ولاية فرجينيا، فى عام ١٩٠٤ لتبين شرور احتكارات الأراضى الخاصة. وفى وقت يقترب من نهاية القرن العشرين كان هناك قدر كبير من الاهتمام العام بشأن تكوين احتكارات تجارية واسعة النطاق عرفت باسم الاتحادات "***Trusts***"، والتى سيطرت على كثير من الصناعات، مثل السكر، والدخان، والسكك الحديدية، والجعة (البيرة).. وكان من أشهر هذه التكتلات الضخمة، شركة جون د. روكفلر "استندرد أويل كومبانى" ***Standard Oil Company*** وشركة الولايات المتحدة للصلب ***United States Steel Co.*** والتى أقامها المالى الكبير جى بى مورجان ***J.P. Morgan*** بعد شراء إمبراطورية أعمال أندرو كارينجى ***Andrew Carnegie***.

وأدى القلق السائد من أن تقوم الاتحادات الجديدة بالتضييق على صغار المنافسين وإخراجهم من السوق وخداع المستهلكين إلى سن قوانين مناهضة الاحتكار. وقد جرّم قانون شيرمان لمناهضة الاحتكار الصادر عام ١٨٩٠ تقييد التجارة من جانب الاحتكارات القائمة وأى محاولة لخلق احتكار جديد. كما حرَّم قانون كلايتون لمناهضة الاحتكار الصادر عام ١٩١٤ التمييز فى الأسعار، وعقود التعامل المطلق ***exclusive dealing contracts***، وغير ذلك من التكتيكات التى تهدف إلى الاعتداء على مصلحة الغير من جانب الاحتكارات والتى اتبعتها لزيادة أرباحها. وفى أثناء نفس الفترة، قام الرئيس تيودور روزفلت (١٩٠١-١٩٠٩) وخلفه وليام هوارد تافت (١٩٠٩-١٩١٣) بإقامة دعاوٍ قضائية لتفليس أكثر من مائة من هذه الاحتكارات، بما فى ذلك شركة استندرد أويل.

على الأوراق، كانت قوانين مناهضة الاحتكار، التى ما زالت باقية فى السجلات والكتب، قطعًا قويًا من التشريع. ومن الناحية العملية، كانت المحاكم الفيدرالية بصفة عامة تتحيز إلى جانب الشركات الكبرى، وغالبًا ما تلتزم برأى القاضى بيللينج ذى المعرفة الواسعة وهو "إن المنافس الناجح دائمًا ما يتم حثه على المنافسة، ولا يجب الانقلاب عليه عندما يربح"(١). وقد كان فى صعود نجم مدرسة شيكاغو ما قدَّم لخصوم مناهضة الاحتكار حججًا جديدة، ليقذفوا بها إلى القضاة والمنظمين وواضعى اللوائح المحتملين. وقد صمم جورج ستيجلر على أن الأسواق التى لا يوجد بها سوى بضع منشآت كبرى كانت أكثر تنافسية عما يبدو فعلاً. وقد أيده فى رأيه كل من فريدمان وأرنولد هاربرجر ***Arnold Harberger***، وهو نفس الرجل الذى صحب فيما بعد فريدمان إلى الرئيس بينوشيه فى شيلى. (وطبقًا لإحدى دراسات هاربرجر، فإن خسائر الكفاءة فى الاقتصاد بأسره نتيجة للاحتكار تبلغ مجرد عشر من ١% من الناتج المحلى الإجمالى ***CDP***). وفيما بعد، قام بعض الاقتصاديين المعتدلين مثل ويليام بومول ***William Baumol*** من جامعة نيويورك بالمجادلة بأن الاحتكارات لم يكن من الضرورى تعريضها للمنافسة الفعلية لتخفيض سلوكها الوحشى، إذ أن مجرد التهديد بالمنافسة قد يكون كافيًا للقيام بالمهمة. وفى أثناء إدارة الرئيس جورج دبليو بوش ***George W. Bush***، أصبحت سياسة مناهضة الاحتكار تتسم بالمرونة لمصلحة الشركات الكبرى. وفى عام ٢٠٠٨، أصدرت وزارة العدل إرشادات تجعل مقاضاة الشركات الكبرى أكثر صعوبة عن سلوكها الوحشى أو المناهض للمنافسة.

وليس هناك شك فى أن بعض الاقتصاديين الليبراليين من جيل ما بعد الحرب، أفرطوا فى تقدير قوة السوق حتى ما يضيفه مجرد الحجم على الشركة.

---

(1) US v. Aluminum Co. of America, 148 F.2d 416, 430 (2d Cir. 1945)

وفى كتابه الصادر عام ١٩٦٧، بعنوان الدولة الصناعية الحديثة ***The New Industrial State***، يزعم جون كينيث جالبريث ***John Kenneth Galbraith*** أن الشركات مثل جنرال موتورز، وإكسون ***Exxon***، وجنرال إليكتريك، قد استولت بالفعل على دور السوق الحر. "نحن لدينا نظام اقتصادى، مهما كان وصفه الأيديولوجى الرسمى، هو فى جزء مهم منه اقتصاد مخطط"(١). هذا ما أعلنه جالبريث. "إن المبادرة فـــى تقرير ما الذى ينبغى إنتاجه لا تأتى من المنتج ذى السيادة، والذى يصدر من خلال السوق، تعليمات تؤدى إلى ثنى آلية الإنتاج إلى رغبته النهائية. وبدلاً من ذلك، تأتى التعليمات من المنظمة الإنتاجية الكبرى التى تتقدم إلى الأمام لضبط ورقابة الأسواق التى يفترض أن تخدم المستهلك، وعـــلاوة علـــى ذلك تثنى المستهلك طبقًا لاحتياجاتها".

وقد أثبت تحليل جالبريث أنه لم يأت فى توقيت مناسب. فقد شهدت العقود التالية ظهور العولمة وإزالة قيود الاستيراد التى تركت كثيرًا من الصناعات الأمريكية – ابتداء من السيارات إلى المنسوجات إلى اللعب والأثاث والصلب والكيماويات – تصارع لدفع المنافسة الأجنبية، وفى نفس الوقت صعود الشركات المغيرة مثل كارل إيكان ***Carl Ichan*** وتى. بون بيكينز ***T. Boone Pickens***. وقد خلقت الشركات الكبرى للاستحواذ مثل كولبرج كرافيس روبرتس ***Kohlberg Kravis Roberts*** وتكساس باسيفيك ***Texas Pacific*** سوقًا نشطًا لملكية الشركات ذات الأسهم عالية القيمة ***Blue Chip – Companies***. قد وجد التنفيذيون أصحاب المناصب العليا فى شركات مجلة فورتشين الخمسمائة أن مناصبهم والمتطلبات المبدئية لشغلها معرضة للتهديد.

---

(1) John Kenneth Galbraith, The New Industrial State (Boston: Houghton Mifflin, 1967), 6

ولا تنبغى المبالغة فى انهيار الشركات الضخمة، مع ذلك. ومن بين الشركات العشر العليا على قمة قائمة مجلة فورتشين ***Fortune*** لعام ١٩٦٧ – جنرال موتورز، إكسون، فورد، كرايزلر، تكساكو، يو. إس. ستيل، أى بى إم، جلف أويل، وما زال هناك ثمانية علــى قائمــة عــام ٢٠٠٧، كشركات مستقلة أو أقسام من شركات أكثر ضخامة. وفى كثير من أجزاء الاقتصاد مثل البترول والسيارات والتمويل ما زالت الضخامة والعملقة إحدى حقائق الحياة الاقتصادية. ثم هناك قطاع التكنولوجيا العالية، حيث تنتشر قوة الاحتكار.

وكان من أوائل الأشخاص الذى أشاروا إلى هذا دبليو برايان آرثر ***W.Brian Arthur***، وهو عالم رياضيات تطبيقية ناعم الحديث شب فى أيرلندا الشمالية ويكاد أن يكون قد وقع فى هوى الاقتصاد بمحض المصادفة. ففى منتصف ثمانينيات القرن العشرين، تقدم آرثر، الذى كان حينئذ فى ستانفورد، بورقة بحثية إلى جامعة هارفارد ذكر فيها أن الأحداث العرضية وآثار الشبكات يمكنها أن تمكّن التكنولوجيات الدنيا من هزيمة المنتجات المتفوقة وأن تستولى على الأسواق بأسرها. وبعد المحاضرة وقف أحد اقتصاديى هارفارد، ريتشارد زيكهاوزر ***Richard Zeckhauser***، وقال "إذا كان ما تقوله صحيحًا، فإن الرأسمالية لن تتمكن من العمل"[١]. وبعد بضعة شهور قدم آرثر نفس الورقة فى موسكو، حيث قال أحد الاقتصاديين الروس البارزين "إن حجتك لا يمكن أن تكون صحيحة!".

كان جوهر ورقة آرثر هو أن بعض أنواع السلع، يعتمد ما تقدمه من منفعة إلى الناس ليس على مجرد مزاياها الحقيقية المتأصلة فيها بل على الكيفية التى يستخدمها كثير من الأشخاص الآخرين. فإذا ما اشتريت غسالــة صحــون جديدة أو ثلاجة كهربائية جديدة، فليس من المهم فى الواقع أن يكون أصدقاؤك وجيرانك

---

(1) John Cassidy, "The Force of an Idea," New Yorker, January 12, 1998, 32

قد اشتروا نفس الطراز. ولكن إذا ما كنت تفكر فى التحول إلى منضدة جديدة لألعاب الفيديو أو موقع شبكى اجتماعى جديد، فإن عدد الأشخاص الذين يستخدمون فعلاً هذه المنتجات يعتبر أمرًا حاسمًا. وإذا كانت الشبكة مكونة من عدد كبير من المستخدمين الثابتين، فسيكون لديك عدد كبير من الألعاب التى يمكنك أن تلعبها وكثير من الأصدقاء للاتصال بهم، فإذا كانت منضدة ألعاب الفيديو جديدة أو كان الموقع جديدًا، أو فشل فى الانطلاق فإن القيمة التى يمكنه أن يقدمها لك ستكون محدودة للغاية.

إن المنفعة الإضافية التى يقدمها كل مستخدم جديد لأحد المنتجات بالصدفة لكافة المستخدمين الآخرين تسمى "الأحوال العرضية الخارجية للشبكة ***Network externality***"، وتزداد هذه الأحوال العرضية الخارجية فى الحجم، مع ازدياد أعداد مستخدمى الموقع، مما يجعل المنتج أكثر جاذبية. وقبل أن يمضى وقت طويل، فإن هذا النوع من الأسواق سيتجه إلى إدخال اتجاه المنتج المنفرد، الذى يصبح احتكارًا، أو ما يقرب من المركز الاحتكارى. وعندما يحدث هذا، فإن السلع المنافسة الأرخص أو التى تقدم سمات وملامح أفضل ستناضل لتجد موقع قدم. وفى الجملة التى استخدمها آرثر فى ورقته الأصلية فإن صانع المنتج الأدنى "يحبس" وضعًا ذا قوة كبرى.

وعندما قابلت آرثر فى عام ١٩٩٨، أعاد علىَّ المعارضة المبكرة لنظريته مع شىء من السخرية وعدم السرور. وقال "لقد كنت أقول كل ذلك فى أثناء الحرب الباردة، ولذا جاءت الأيديولوجيات فى الطريق. لقد أنفقت نحو عشر سنوات فى البريَّة"[١]. وأخيرًا، بدأ بعض الاقتصاديين الآخرين يتناولون أفكار آرثر بجدّية، وكذلك فعل بعض أقطاب الأعمال والحكومة. ويتذكر آرثر قائلاً "فى أول

---

(1) John Cassidy, "The Force of an Idea," New Yorker, January 12, 1998, 33

الأمر قال الناس إن نظريتك قد تكون صحيحة نظريًا، ولكن ليس هناك أى دليل فعلى لها فى الاقتصاد. لقد كنت أفكر فى هذا وقلت لا، لا، لا. إن قطاع التكنولوجيا العالية بأسره يعمل بهذه الطريقة، وعندما بدأت أقول هذا وجدت لما أقول صدى كبيرًا فى وادى السليكون. وكان الناس الذين تحدثت إليهم هناك يومئون برءوسهم فى حكمة، ويبتسمون ابتسامات عريضة ويقولون "هكذا كنّا نراها نحن، أيضًا، ولكنّا لم نرها أبدًا مكتوبة بشكل رسمى".

كنت قد التقيت مصادفة بآرثر واطلعت على أعماله فى أواخر التسعينيات من القرن الماضى، عندما كنت أكتب تقارير بشأن دعوى إدارة كلينتون لمناهضة الاحتكار ضد شركة ميكروسوفت. ووقتئذ، كما هو الآن، كان نظام تشغيل ميكروسوفت ويندوز ومجموعة برامج أوفيس ***Microsoft Windows Operating system and Office software suit*** يسيطر على صناعة الحاسب الشخصى ***PC*** بنسبة بلغت ٩٠% من السوق. وكان كثيرون من خبراء الحاسب الآلى يعتبرون آبل ماكينتوش ***Apple Macintosh*** منتجًا يفوق ويندوز كثيرًا، ولكن لم يكن بإمكان آبل أو أى شخص آخر أن يوقف بيل جيتس ***Bill Gates*** وشركته. واتهم المنافسون شركة ميكروسوفت بأنها تقوى من وضعها بممارسات مؤذية متنوعة؛ مثل إصدار عقود مقيدة لصناع الحاسبات الشخصية، وربط منتجاتها معا بطريقة أجبرت العملاء على شراء أشياء لم يكونوا يريدونها، ورفضها أن تجعل منتجاتها متوافقة مع منتجات منافسيها. وفى عام ١٩٩٤ تحت ضغط من وزارة العدل، وافقت ميكروسوفت على أن تجعل ترخيصات منتجاتها أقل تقييدًا بعض الشىء، وأن تتجنب ربط منتجات أخرى مع ويندوز. وبعد ثلاث سنوات، رفعت وزارة العدل دعوى قضائية ضد ميكروسوفت لانتهاك هذا القرار من خلال إجبارها صناع الحاسب الآلى أن يضعوا نسخة من جهاز ***Internet Explorer Web Browser*** مع كل نسخة من نظام تشغيل ويندوز.

وفى حالة تاريخية للعثور على الحقيقة فى شهر نوفمبر ١٩٩٩، حكم القاضى بنفيلد جاكسون ***Penfield Jackson*** من محكمة واشنطون العاصمة، بأن سيطرة ميكروسوفت على سوق نظام التشغيل قد شكّل احتكارًا. وحكم جاكسون بعد ذلك على ممارسات المنشأة المناهضة للمنافسة بأنها قد انتهكت قانون شيرمان ***Sherman Act*** وأوصى بأن يتم تقسيم ميكروسوفت إلى منشأتين، واحدة لصناعة نظام تشغيل ويندوز والأخرى لإنتاج برامج أوفيس. وفى عام ٢٠٠١، أصدرت محكمة استئناف واشنطون دى. سى ***The D.C. Circuit Court of Appeals*** حكمًا قلب الحكم الذى كان قد أصدره جاكسون، ووزارة العدل التى كانت حينئذ قد أصبحت تحت إدارة بوش، وأسقطت التهديد بتقسيم مايكروسوفت. وتمت تسوية القضية مع مايكروسوفت التى وافقت على اقتسام بعض المعلومات مع الشركات الأخرى، استرضاءً لها، بينما تنازلت الحكومة فعلاً عن معظم طلباتها. وعلى الرغم من أن قضية مناهضة الاحتكار انتهت بشكل غير حاسم، إلا أنها قدمت قدرًا كبيرًا من الأدلة على كيفية استخدام الشركات المسيطرة لسلوكيات النهب لخنق المنافسة. وفى أثناء المحاكمة، تم الاستماع إلى أحد كبار المسئولين فى شركة مايكروسوفت وهو يقول "إن الشركة كانت تعمل بقصد "خنق" الجهاز المنافس لتصفح نيتسكاب ***Netscape browser*** ولخنق نيتسكاب تمامًا عن طريق قطع الإمداد بالهواء، من خلال إبعاد مكتشف الإنترنت ***Internet Explorer***"[(١)].

وفى بعض الطرق، فإن صيغة التكنولوجيا العالية الاحتكارية أكثر صعوبة فى تناولها من اتحادات البترول والسكر. وحتى إذا كانت الحكومة قد قسمت مايكروسوفت، فإن نصفى الشركة كانا من المؤكد سيحتفظان بقوتهما الخانقة على الأسواق من ناحيتى نظم التشغيل، وبرامج العملاء ***Consumer Software***. وكان ما

---

(١) وثائق وزارة العدل الأمريكية. يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
www.usdoj.gov/atr/cases/f2600/v-a.pdf

تلى ذلك من صعود جوجل ***Google*** وفيس بوك ***Facebook*** قد أضاف فقط إلى دواعى القلق بشأن التحول إلى الاحتكارات ***monopolizations***. وأصبحت قبضة جوجل أكثر قوة فى سوق بحث الإنترنت كل عام، وقد يكون فيس بوك فى طريقه إلى إرساء وضع مماثل فى عمليات الشبكات الاجتماعية. وبينما تقوم الشركتان بتســويق أنفسهما باعتبــارهما مــن شركات الخير الباردة فى وادى السليكون ***Cool Silicon Valley do-gooaers*** وبعض من أعمالهم فى الفترة الأخيرة يكذِّب صورتهم العامة. ومحاولات جوجل لترقيم جميع المكتبات بدون الحصول على أى حقوق للنشر أو موافقة، ومحاولات فيس بوك المتكررة لتأكيد حقوق الملكية للمعلومات التى يبعث بها الناس عن سيرهم الذاتية، فإن كليهما يسدد صفعة من سوء الاستغلال القديم لقوة السوق.

فى أبريل عام ٢٠٠٩، أعلن قسم مناهضة الاحتكار بوزارة العدل أنه كان يحقق فى مبادرة كتاب جوجل ***Google's book Initiative*** وبعض التقارير توحى بأنه يمكن فى نهاية الأمر إطلاق قضية مناهضة احتكار على غرار القضية التى رفعت على مايكروسوفت. وبعد شهر هجرت إدارة أوباما رسميًا اتباع إرشادات مناهضة الاحتكار التى كانت تتبعها إدارة بوش، مع توضيحها بأنها كانت تقصد بصفة خاصة أن تنظر عن قرب إلى قطاعى التكنولوجيا العالية والإنترنت، وما يهدف إليه هذا الانقلاب العكسى بالتحديد ما يزال فى علم الغيب حتى يظهر إلى أرض الواقع، ولكن يبدو أنه يمهد للبدء فى العودة إلى نهج إدارة كلينتون، والذى قام دانييل روبينفلد ***Daniel Rubinfeld*** من جامعة بيركلى، الذى كان الاقتصادى الرئيسى فى قسم مناهضة الاحتكار فى أثناء تداول قضية مايكروسوفت، بتفسيره لى كما يلى: "فى هذه الأنواع من الأسواق، ليس صحيحًا أن ترك الأمور للسوق دائمًا ما يؤدى إلى نتيجة تتسم بالكفاءة. فما زال هناك نقاش أمين بشأن ما هو بالضبط الدور الذى يجب على الحكومة أن تلعبه، والناس سيختلفون. ولكن هناك

قليل جدًا من الاقتصاديين تحدثت إليهم عمّن هو الذى يجادل فى أن ترك الأمور للسوق دائمًا ما يكون أفضل حل. نحن لم نعد فى ذلك العالم الآن"[١].

إن المعاملة الحديثة للسلع العامة تبدأ من الاعتراف بأن الرأسمالية نظام لحقوق الملكية. وفى بعض الحالات، فإن هذه الحقوق تكون محدَّدة بوضوح وقابلة للإنفاذ بسهولة ويسر. إن شركة الخطوط الجوية الأمريكية ***American Airlines*** تملك طائرات، تقوم بتشغيلها وطيرانها إلى مدن فى جميع أنحاء العالم، ومقابل رسم معين، يمكنك كما يمكننى أن أشترى الحق فى شغل مقعد على أى واحدة من هذه الرحلات. فإذا لم نكن قادرين على تحمل الرسم، فإننا لا يمكن أن نصعد إلى الطائرة: هذه هى القاعدة للمنشآت الحرة. والآن لننظر إلى القوات الجوية للولايات المتحدة؛ فهى أيضًا تملك أسطولاً كبيرًا من الطائرات، تستخدمه فى رقابة وحماية سماوات الولايات المتحدة من أى هجمات. والقوات الجوية تقدم خدمة ذات قيمة عالية، والتى يمكنها، نظريًا، أن تقوم بتسويقها للأفراد. ولكن لماذا لا يحدث هذا؟

قد يجيب بعض الأنصار المتحمسين للسوق الحر: إن ذلك بسبب السياسة. والتفسير الأكثر واقعية هو أن ذلك بسبب الدفاع الوطنى، ومثلها مثل بناء وتشغيل المتنزهات العامة الذى لا يمكن بطبيعته أن يعهد به للمنشآت الخاصة. فإذا ما قمت بشراء آخر مقعدين فى طائرة الخطوط الجوية الأمريكية من لوس أنجلوس إلى نيويورك، فإن هذا هو نهاية الأمر، ولن يكون هناك مكان لى. وبهذا المعنى، فنحن متنافسان على استهلاك السلعة. وعلى أية حال، فإن حقيقة أن القوات الجوية تدافع عنك لا يؤثر فى الخدمات التى تقدمها لى: بل على العكس، فإن من المستحيل فعلاً استبعادى أنا أو أى شخص آخر من اللجوء والبقاء تحت حمايتها. ولو أن القوات

---

(١) من وثائق وزارة العدل الأمريكية. يمكن الحصول عليها من خلال الرابط: www.usdoj.gov/atr/cases/f2600/v-a.pdf . صفحة ٣٤

الجوية تمت خصخصتها وعرضت أن تبيعنى بوليصة دفاع جوى مقابل ١٠٠٠ دولار سنويًا، سأقول، لا شكرًا؛ لأنى أعلم تمامًا أن طائراتها وصواريخها ستقوم بحماية جيرانى فى كل الأحوال. وهذا النوع من السلوك يعرف باسم "الركوب مجانًا *Free riding*". وبعيدًا عن إصدار قائمة للراكبين مجانًا الذين تكون القوى الأجنبية المعادية حرة فى ضربهم بالقنابل، فإن إدارة الدفاع مقابل الربح يمكن أن تقدم قليلاً لمنع هذا والطريقة الوحيدة عمليًا لكى يدفع الناس مقابلاً للقوات المسلحة هو أن يتم ذلك عن طريق إجبارهم على ذلك من خلال النظام الضريبى.

وإذا ما استخدمنا المصطلحات القبيحة للاقتصاد المعاصر، فإن رحلات الطيران من مطار جون كيندى بنيويورك إلى لوس أنجلوس "متنافسة" ويمكن لكل منها أن تستبعد الأخرى؛ أى قابلة للاستبعاد "*excludable*"، ومن ثم فهى سلع خاصة. أما الدفاع الوطنى فليس "متنافسًا" و"غير قابل للاستبعاد"، فهو النموذج الأصلى للسلعة العامة. وتتضمن الحالات الواضحة الأخرى، نظم الرى وأنوار الشوارع، والهواء النقى. أما الحالات الأقل وضوحًا، ولكنها ذات أهمية متساوية فتضم كثيرًا من الخدمات العامة، مثل التعليم والرعاية الصحية، اللذين يعتبران سلعًا عامة أساسية – وهى إحدى النقاط التى أكدها جالبريث، فى كتابه الصادر عام ١٩٥٨ والذى كان من أفضل الكتب مبيعًا، وهو مجتمع الوفرة *The Affluent Society*، الذى عقد مقارنة بين وفرة السلع الاستهلاكية المعمرة مثل السيارات وأجهزة التليفزيون فى أمريكا ما بعد الحرب وندرة كثير من الخدمات التى تقدم جماعيًا. وقد كتب جالبريث "هناك احتياجات ضخمة جاهزة للمدارس، والمستشفيات والتخلص من الأحياء العشوائية، وإعادة التنمية الحضرية، والصرف الصحى، والمتنزهات، والملاعب، والشرطة وغير ذلك من الخدمات العامة العاجلة. ومن بين هذه الاحتياجات لا توجد واحدة تتطلب الإقناع. وهذه الاحتياجات موجودة، لأن الموظفين العموميين من كافة الأنواع والمناصب يشرحون لنا بمهارتهم الممتازة

يوميًا، أن الأموال اللازمة لتقديم هذه الخدمات غير متاحة... إن الاقتصاد تتم إدارته للوفاء بأقل الاحتياجات الإنسانية عجلةً، ولعله سيكون أكثر أمنًا إذا ما قام على أساس نطاق من الاحتياجات"(١).

وما زال تحليل جالبريث الذى غالبًا ما يتم اختصاره إلى جملة "الوفرة الخاصة، والقذارة العامة **Private affluence, public squalor**" يتردد صداه الصادق. وعلى الرغم من تكرار الجهود من جانب المحافظين لتشجيع المنشآت الخاصة على بناء المدارس، وتوفير الإسكان منخفض التكاليف، وإعادة تنمية المناطق القذرة والمخرّبة، مع استمرار الحكومة فى تحمل الأعباء المالية فى هذه المناطق، وكثير من النواحى الأخرى. وفى الواقع، فإنه بسبب الجهود التى بذلتها مارجريت تاتشر استمر دور الدولة فى التوسع. ومن المؤكد، أن هناك عوامل أخرى لعبت دورًا فى هذه العملية، مثل القلق بشأن المساواة، ونشاط المجموعات التى تعمل لأهداف معينة لمكان أو مشروع ما **Pork barrel spending**، ومع ذلك، فإن النقطة الرئيسية لجالبريث ما زالت سليمة: "إلى درجة كبيرة أكثر كثيرًا من المفروض عادة، تقع الوظائف على الدولة نظرًا لأنه من الناحية الفنية البحتة، ليس هناك بديل للإدارة العامة"(٢).

فى مجال السلع والخدمات غير المتنافسة وغير القابلة للاستبعاد، فإن الإمداد العام لا يمكن تجنبه، وهو ضرورى على أسس اقتصادية كلاسيكية لضمان نتيجة ذات كفاءة – باريتو **Pareto – efficient outcome**. والاعتماد على السوق لتوفير كل من السلع الخاصة والعامة يؤدى دائمًا إلى نقص توفير السلع العامة. وبالمثل، ففى الصناعات الاحتكارية، يقوم المنتجون بإنتاج قليل جدًا ويتقاضون مبالغ كبيرة

---

(1) John Kenneth Galbraith, The Affluent Society (Boston: Mariner Books, 1998), 223

(٢) نفس المرجع السابق، صفحة ٢٢٤

جذا. "ونحن لا نحتاج إلى اتباع أدق التفاصيل". هكذا كتب باتور فى الستينيات من القرن العشرين. "إن النقطة واضحة بدرجة كافية - فإن السلع العامة وتناقص التكلفة ظاهرة تتسبب فى أخطاء قرارات السوق الخاص. وستفشل أسعار السوق إلى ما يقرب من قيم الندرة وفقًا للحاجات، وستكون محملة بمعلومات خاطئة، كما أن حسابات المنتجين لأرباحهم ستترك خارج الحساب قدرًا كبيرًا من المنفعة الخاصة المصاحبة للسلع العامة. وهنا ستتحسس اليد الخفية اختيارات الناس فى سوق غير مركزية لن تهتم بشكل كفء بأذواقهم"(١).

هناك إحدى السلع العامة ذات الأهمية المرتفعة التى سقطت إلى حد كبير من دائرة اهتمام الاقتصاديين حتى وقت قريب، ألا وهى المعرفة العلمية. ففى وقت مبكر من الخمسينيات من القرن العشرين، قام روبرت سولو ***Robert Solow*** وهو اقتصادى من معهد ماساتشوستس للتكنولوجيا بعمل حساب عن التقدم الفنى فيما بين ١٩٠٩ و ١٩٤٩ بلغت نسبته ٥١% من النمو السنوى فى الناتج المحلى الإجمالى للولايات المتحدة (***U.S.GDP***)، وهو ما كان يعنى أنه قد حقق إسهامًا كبيرًا فى الرخاء الأمريكى يفوق ما حققه النمو السكانى، وتراكم رأس المال معًا، وقد أكَّدت دراسات تالية أن تطبيق المعرفة العلمية، فى شكل اختراعات جديدة، وطرق جديدة لتنظيم الإنتاج، يعتبر أمرًا رئيسيًا لعملية النمو، ولكن الاقتصاديين ظلوا لعدة سنوات طويلة وليس لديهم سوى قليل مما يمكنهم قوله عن المصدر الذى أتى منه هذا التقدم التكنولوجى وما إذا كان يمكن الإسراع فيه. وضحك سولو قائلاً "إن ذلك كان منًا"(*). من السماء.

---

(1) Francis Bator, The Question of Government Spending (New York: Harper and Brothers, 1960), 98

(*) المنّ = طعام سماوى أنزله الله على بنى إسرائيل بعد فرارهم من مصر. يقول تعالى: "وظللنا عليكم الغمامَ وأنزلنا عليكم المنَّ والسلوى" (سورة البقرة ٥٧). المترجم.

وبدأت الأشياء تتغير فى أول الثمانينيات من القرن العشرين، عندما قام بول رومر *Paul Romer*، وهــو اقتصـــادى من ستانفورد، كان والده بدى رومر *Buddy Romer*، حاكمًا لولاية كولورادو، بتحويل اهتمامه إلى القوى التى تدفع التغير الفنى. وسرعان ما تحقق أن المعرفة تكاد تشبه تمامًا الدفاع الوطنى من ناحية عدم وجود منافس لها وأنها غير قابلة للاستبعاد إلى حد كبير. فإذا كان قسم البحوث والتطوير فى المنشأة (أ) يأتى بفكرة جيدة، مثل صناعة مضارب التنس من مكوِّنات جرافيتنية خفيفة، فإن المنشأة (ب) يمكنها استغلال نفس الفكرة بدون استهلاكها. إذ أنه بمجرد اختراع قطعة من المعرفة التكنولوجية فإن منع المنشآت الأخرى من نسخها، وربما تحسينها، يكون أمرًا بالغ الصعوبة، وهو ما يعنى أن المبتدعين الأصليين للتكنولوجيا الجديدة غالبًا ما لا ينتهون إلى الاستفادة منها – مثل حالة شركة نتسكاب للاتصالات *Netscap Communications* وكثير من الابتكارات الأخرى التى اكتشفتها الشركات. وقد اتسمت شركتا *AT&T* و *I.B.M* بسوء السمعة لابتكارهما تكنولوجيات قامت الشركات الأخرى باستغلالها. "بعد اختراع الترانزيستور فى معامل بل *Bell Laboratories*" – التى كانت حينئذ جزءًا من *AT&T* – "إن كثيرًا من الأفكار المطبقة يجب أن يتم تطويرها قبل أن يُدرّ هذا الكشف العلمى أى قيمة تجارية"(١). كان هذا ما لاحظة رومر. "والآن، قامت المنشآت الخاصة بوضع وصفات محسَّنة أدت إلى تخفيض تكلفة الترانزيستور إلى أقل من واحد على مليون من مستواه السابق. ومع ذلك فإن معظم الفوائد التى نشأت عن هذه الاكتشافات لم تحصدها الشركات التى قامت بالابتكارات، ولكن بواسطة مستخدمى الترانزيستور".

---

(1) Paul M. Romer, "Endogenous Technological Change," Part 2: The Problem of Development: A Conference of the Institute for the Study of Free Enterprise Systems." Journal of Political Economy 98, no. 5 (October 1990): S71 – S102

وقد أوحت أعمال رومر بأدبيات ضخمة ما لم تكن أصبحت مصدر استثارة عالمى. وترجع أهميتها الرئيسية، إلى أنه نظرًا لأن بدايتها كانت من وضع أرثوذكسى تام – حيث أتم رومر دراسته للدكتوراه وحصل عليها من جامعة شيكاغو، حيث كان روبرت لوكاس أحد مدرسيه – وانتهت إلى الغض من حجة آدم سميث التى تقول إن المنافسة غير المقيدة هى الوسيلة الأكثر فعالية دائمًا لتشجيع النمو الاقتصادى. وفى إشارة مشجِّعة، فإن مؤلفى الكتب الدراسية، على الأقل، قد أدركوا هذه النقطة. "إن المعرفة التى ليست تنافسية وليست استبعادية تخلق مشاكل كبيرة لاقتصاد السوق الحر"[١] هكذا يقول دافيد مايلز. ***David Miles*** وأندرو سكوت ***Andrew Scott*** مؤلفا كتاب "الاقتصاد الكلى، محاولة فهم كتاب ثروة الأمم" "***Macroeconomics: Understanding the Wealth of Nations***" مع ملاحظة أنه نظرًا لأن ناتج نشاط البحوث والتنمية ***R&D*** عادة ما يكون غير يقينى وغير قابل للاستبعاد إلى حد كبير، فإن المنشآت تفضل أن تدع منشآت الأعمال الأخرى تقوم باكتشاف تكنولوجيات جديدة ثم تقوم بنسخها. ولكن هذا يعنى أنه لن توجد منشأة تريد أن تنفق أموالاً على البحوث والتنمية لأنها بمجرد أن يثبت نجاحها ستتم سرقة التكنولوجيا، ولن تتمكن المنشأة التى تنفق الأموال من تحقيق أى ربح. ونتيجة لذلك، فإن اقتصادات السوق مع المنشآت المتنافسة لن تؤدى إلى إنتاج ما يكفى من البحوث والتنمية.

وإحدى الطرق لتناول هذه المشكلة يمكن أن تكون تقوية نظام براءات الاختراع، الذى يعطى للمخترعين وللمبتكرين حق احتكار مؤقت على منتجات عقولهم وأفكارهم. والخيار الآخر هو أن تقوم الحكومة بتمويل البحث العلمى. وفى خلال السنوات الخمس والعشرين، جمعت حكومة الولايات المتحدة بين هاتين

---

(1) David Miles and Andrew Scott, Macroeconomics: Understanding the Wealth of Nations (New York: John Wiley and Sons, 2002), 123

الطريقتين فى إستراتيجية مرسومة للمحافظة على الزعامة التكنولوجية للبلاد. ومن خلال إعطاء الجامعات وغيرها من معاهد البحوث، الممولة تمويلاً عاماً، حق الحصول على براءات لاختراعات، خلق قانون بايه - دول ***Bayh-Dole*** الصادر عام ١٩٨٤ حوافز مالية للباحثين الأكاديميين ليوحِّدوا صفوفهم مع منشآت الأعمال والرأسماليين المخاطرين. وطبقًا لإحدى الدراسات، ولأن القرار التشريعى قد أصبح قانونًا، قامت جامعات الولايات المتحدة بإنشاء أكثر من ٤٥٠٠ شركة ووقعت أكثر من ٤٠,٠٠٠ ترخيص بصفقات، فى نواحى البحث المكثف مثل تكنولوجيا المعلومات والتكنولوجيا الحيوية، وقد أدت تنمية هذا الإطار العام - الخاص إلى مساعدة الولايات المتحدة فى الاحتفاظ بمركزها المسيطر.

وتعترف الإستراتيجية بأن المفتاح الرئيسى لخلق اقتصاد ناجح هو إيجاد أرض متوسطة بين حرية العمل، وتدخل الدولة. وكانت هناك قصتان من قصص أكبر حالات النجاح فى اقتصاد الولايات المتحدة وهما: إنتاج طائرة تجارية والازدياد فى التجارة الإلكترونية. ومن أول نظرة، يلاحظ أن الصناعتين لا يوجد بينهما كثير من الأوجه المشتركة، ولكنهما يتقاسمان ميراثًا مشتركًا: وهو التكنولوجيات التى تقدمان عليها - المحرك النفاث، وشبكة الإنترنت، واللذان تم تطويرهما بواسطة العلماء الحكوميين الذين كانوا يعملون لمصلحة طيران هتلر ***Hitler's Lufwaffe*** التى قامت ببناء واحدة من أسرع الطائرات الأولى النفاثة وهى مسرشميث ٢٦٢- ***Messerschmitt ME***، كما قامت شركة بوينج، فى الولايات المتحدة، ببناء عدد من الطائرات النفاثة كنماذج أولية للبنتاجون، تصاعدت إلى قاذفات القنابل بعيدة المدى، ***B47 Stratojet B-52 Stratofortress,***، التى كونت الأساس للخطوط الجوية التجارية للشركة، وهى الطائرة ***Boeing 707***. ثم هناك الإنترنت؛ ففى أوائل الستينيات من القرن العشرين، قام بول باران ***Paul Baran***، وهو عالم حاسب آلى فى معهد راند ***Rand*** الذى يموله البنتاجون، الذى يوجد مقره

فى سانتا مونيكا، باختراع فكرة تحويل الحزمة ***Package switching*** التى يقوم عليها. وبعد بضع سنوات، قامت وكالة البنتاجون لمشروعات البحث المتقدم ***Advanced Research Projects Agency (ARPA)*** بتمويل بناء وتشييد الشبكة، والتى كانت تسمى فى السنوات الإحدى عشرة الأولى من حياتها باسم ***ARPANET***.

وليست هناك قصص غير معتادة. فهناك قائمة المنتجات التجارية والتى كان أصل وجودها فى البحوث التى مولها البنتاجون أو ***NASA*** وتتضمن التليفزيون المتصل بالأقمار الصناعية، وعصى الجولف المصنوعة من التيتانيوم، نظم تحديد المواقع الملاحية، مرشحات المياه، الأدوات الكهربية عديمة الربط ***Cordless Power tools***، وآلات كشف الدخان ***Smoke detectors***، وأجهزة قياس الحرارة عن طريق الأذن، والنظارات المقاومة للهرش، ويمكن الجدل بأن وزارة الدفاع، من خلال تمويلها للبحوث فى دوائر متكاملة فى أثناء الخمسينيات والستينيات من القرن الماضى، والذى كان مسئولاً بصفة رئيسية عن ارتفاع صناعة الحاسب الشخصى. وقد قال المدافعون الجمهوريون عن البنتاجون بأنهم لن يقبلوها أبدًا، ولكن أحد إسهاماتها الرئيسية فى قوة وخير ومصلحة الولايات المتحدة كان فى إمداد الولايات المتحدة بسياسة صناعية بديلة. وبعيدًا عن تهديدات المستفيدين مجانًا، ومقتضيات تعظيم الربح فى الأجل القصير، قام العلماء والشركات الذين كانوا يعملون من أجل العسكرية الأمريكية بخلق كثير من التكنولوجيات التى يقوم على أساسها الآن رخاء ورفاهية البلاد. وسواء كان الأمر عن قصد أم كان مجرد مصادفة، فإن مجمع الصناعات الحربيَّة الذى حذر الرئيس إيزنهاور مواطنيه منه منذ قرابة نصف قرن مضى، قد قدَّم كثيرًا لتشجيع البحث العلمى أكثر مما قدمه القطاع الخاص فى اقتصاد الولايات المتحدة.

على الرغم من أن ما حدث كان منذ أكثر من نصف قرن مضى، فإن تصنيف باتور لحالات فشل السوق ما زال مفيدًا. إذ أن زيادة العوائد بالنسبة للحجم والقوة الاحتكارية، وموضوع توفير السلع العامة ليست مجرد أفكار اقتصادية سرية ولكنها عناصر أساسية لرأسمالية القرن الحادى والعشرين، بل وتلعب دورًا مهمًا فى الاقتصاد القائم على أساس الواقع. ولكن باتور وهو يكتب فى منتصف خمسينيات القرن العشرين، لم يكن بإمكانه تناول كافة المشاكل التى تجتاح الاقتصاد الحديث. وبعضها لم يكن قد أصبح ظاهرًا، وبعضها الآخر لم يكن قد خضع للتحليل المنتج.

وإحدى المشاكل الشائعة التى تظهر عندما تكون هناك حوافز متباينة لطرفين أو أكثر ممن يشتركون فى عملية واحدة. فقد يكون لكبار التنفيذيين فى إحدى الشركات، مثلاً، مصلحة أكبر فى رفع قيمة خيارات الأسهم قبل تقاعدهم بدلاً من المحافظة على المصالح طويلة الأجل الخاصة بحملة الأسهم. والمشكلة فى هذه الحالة، تكمن فى تصميم حزمة من الحوافز تحقق التوازى فى مصالح المجموعتين.

وهناك مجموعة أخرى من المشاكل تظهر عندما تكون لدى الأطراف على أى من جانبى العملية مقادير مختلفة من المعلومات. وعلى سبيل المثال، فإن إحدى الموضوعات المهمة فى الإصلاح الصحى، هى أن الأفراد يعلمون بالطبع أكثر عن صحتهم مما تعلمه شركات التأمين عنهم. ومن ثم فإن القائمين بالتأمين يحتاطون بالطبع لئلا يأخذوا أفرادًا كعملاء جُدد، وتكون لديهم حالات مرضية موجودة مسبقًا. وقد استخدمت كلمة "بالطبع" لأن معظم القائمين بالتأمين الصحى "فى الوقت الحاضر"، شركات وجهات تهدف إلى تحقيق الربح، ولها قاعدة من حملة الأسهم، تطالب بمستوى معين من الأرباح. ومن منظور القائم بالتأمين الفردى، فإن عدم

قبول الأشخاص المرضى، يعتبر أمرًا رشيدًا تمامًا. ومن وجهة نظر المجتمع ككل، فإن هذا يعد أمرًا غير إنسانى ولا يتسم بالكفاءة. إن الأشخاص المرضى ما لم يتلقوا العلاج تصبح حالتهم أكثر سوءًا، وغالبًا ما ينتهون عند نقطة معينة فى غرفة الطوارئ، حيث لابد أن يتكفل شخص بالدفع مقابل رعايتهم. وهذا مثال لما أقول إنه اللا منطقية الرشيدة *Rational irrationality* – فى الفصول القادمة، سنشاهد كثيرا من الأمثلة لهذا.

الفصل الحادى عشر

معضلة السجين واللا منطقية الرَّشيدة

مع ظهور مشاكل التلوث والاستفادة المجانية ***Free riding***، يبين كثير من أنواع فشل السوق واقع وجود الاعتماد البشرى المتبادل. ومعناه أن ما أفعله أنا يؤثر على رفاهتك، وما تعمله أنت يؤثر على رفاهتى. وينطبق نفس الشىء فى الأعمال. فعندما تقوم جنرال موتورز بتخفيض أسعارها، أو تقدم قروضًا بدون فوائد، فإن شركتى فورد وكرايسلر تصبح تحت ضغط لمجاراة صفقات جنرال موتورز، حتى إذا كانت أحوالهما المالية ليست على ما يرام. وإذا ما قامت شركة ميريل لينش بإنشاء صندوق نحوط ***Hedge Fund*** للاستثمار فى التزامات الديون المرهونة أو سندات عصرية أخرى، يشعر مورجان ستانلى أنه مضطر لإطلاق صندوق مماثل حتى لا يهرب عملاؤه الأثرياء – والآن، أصبح رؤساء أكبر ثلاث شركات لصناعة السيارات، على الرغم من كل الانتقادات التى وجهت إليهم مؤخرًا أكثر رشدًا نسبيًا، وأصبحوا زملاء أذكياء يفضلون التعايش معًا فى سلام بدلاً من الدخول فى منافسة مدمرة. (والآن، سنضع جانبًا لبعض الوقت، القدرات العقلية لكبار التنفيذيين ***CEO'S*** فى وول ستريت) أليست هناك طبقة يجتمعون بها مع بعضهم البعض، ويضعون من خلالها حلولاً مفيدة لكل شركة من شركاتهم وعملائهم أيضًا؟ غالبًا ما تكون النتيجة لا.

وإذا نظرنا إلى المثال التالى: هناك منشأتان، تمتلك كل منهما محطة لإنتاج الطاقة عن طريق حرق الفحم، وهما تتنافسان على إمداد مدينة صغيرة بالكهرباء.

والوضع الحالى، هو أنهما قسمتا السوق وتحقق كل منهما ٢٠ مليون دولار كأرباح تشغيل. ومع ذلك، فإن اتحاد المقيمين المحليين، رفع دعوى قضائية طويلة الإجراءات، فى محاولة منه لإيقاف انبعاثات الدخان من كليهما، والذى غالبًا ما يدخل إلى المناطق السكانية. وتبلغ تكاليف الدفاع فى الدعوى، فضلاً عن المصروفات المدفوعة لاستشاريى الدعاية ذوى الأجور المرتفعة لكلا الشركتين، ١٠ مليون دولار سنويا، مما يؤدى إلى تخفيض صافى الربح إلى ١٠ مليون دولار. ولما كان من الممكن لكل محطة أن تقوم بإنشاء نظام للتنقية لتخفيض معظم انبعاثاتها المؤذية فى مقابل ٥ مليون دولار سنويًا، وبهذا يمكن للمحطتين إذا ما أدخلتا نظم التنقية، أن تحصلا على تنازل اتحاد المقيمين عن القضية، كما يمكن لكل محطة أن تحقق أرباحًا صافية تبلغ ١٥ مليونًا.

للمحة الأولى يبدو واضحًا أن المحطتين ينبغى أن تتركا النزاع فى القضاء، وأن تقيما نظم التنقية، وزيادة صافى أرباح كل منهما بمبلغ ٥ مليون دولار. ولكن الأمور ليست بهذه السهولة، مع كل ذلك. إن التكلفة التقديرية لتشغيل نظم التنقية تفترض أن المحطتين ستقومان معًا فى نفس الوقت بتقديم التنقية وسترفعان سعر الكهرباء التى تنتجانها، وهو ما سيترتب عليه زيادة إضافية فى الإيرادات. والتحديد الواضح للأسعار لهذا النوع يعتبر غير قانونى فى معظم البلاد: وفى الولايات المتحدة يشكل انتهاكًا لقانون شيرمان لمناهضة الاحتكار ***Sherman Antitrust Act***. وهذا يعنى أن كلاً من المنشأتين لابد أن تصل إلى قرارها بشكل مستقل: مع الأخذ فى الحسبان ما قد تفعله المنشأة الأخرى. وإذا قامت إحداهما بإقامة أجهزة التنقية، بينما لم تفعل الأخرى. فإن المنشأة المتأخرة سيكون بإمكانها أن تقوم بتوريد الكهرباء بسعر منخفض، وأن سوقها سيزداد اتساعًا، وربما بشكل خطير. ومن أجل الجدل، لنفترض أن صافى أرباحها السنوية سيرتفع إلى

٢٠ مليون دولار، بينما أرباح المنشأة التى قامت بتركيب أجهزة التنقية انخفضت إلى ٥ مليون دولار فقط. فماذا ينبغى على المنشأتين عمله؟

إن إحدى الطرق الملائمة لتصوير الموقف، هى تقديم خيارات كلتا المنشأتين وما ينتج عنهما فى الشكل نفسه (انظر جدول ١١-١). فى كل قيد تظهر الأرباح بالمليون دولار للمنشأة (أ) أولاً وتظهر الأرباح للمنشأة بعدها. وعلى سبيل المثال، فى الزاوية العليا اليمنى يبدو أن المنشأة (أ) تحقق ٥ مليون دولار بينما تحقق المنشأة (ب) ٢٠ مليون دولار.

والطريقة التى يتم بها التفكير فى هذا الوضع هى أن المنشأة (أ) تختار صفًا بينما تختار المنشأة (ب) عمودًا. ومثلاً، إذا اختارت المنشأة (أ) الصف الأول واختارت المنشأة (ب) العمود الأول فهذا يعنى أن كلتا المنشأتين تقرر أن تقوم بإنشاء أجهزة التنقية. والناتج مبين فى الزاوية اليسرى العليا، بأن كلاً من المنشأتين ستحقق أرباحًا بمبلغ ١٥ مليون دولار. فإذا قامت المنشأة (أ) بإقامة أجهزة التنقية ونكصت المنشأة (هـ)، فإن النتيجة ستكون فى الزاوية اليمنى العليا، بما يعنى أن الأرباح ستكون ٥ مليون دولار للمنشأة (أ) و٢٠ مليون دولار للمنشأة (ب).

جدول ١١-١ لعبة إقامة أجهزة التنقية

		المنشأة (ب)	
		إقامة	عدم إقامة
	إقامة	١٥,١٥	٥,٢٠
المنشأة (أ)	عدم إقامة	٢٠,٥	١٠,١٠

هناك طريقتان على الأقل لتبين ما هى أفضل إستراتيجية تتبعها المنشأتان. الأولى: وهى التى اتبعتها بطريق الخطأ عندما قدمت إلىّ مشكلة من هذه الطبيعة فى مقابلة على باب كليتى؛ هو الثبات على الحل الموجود فى الزاوية اليسرى

العليا، والتى هى من الواضح أفضل نتيجة مرغوبة، مع محاولة تبرير لماذا يجب على المنشأتين اختيار هذا الحل. وفى البداية لم يكن هذا يبدو شديد الصعوبة. وسيكون إجمالى ما تحصل عليه المنشأتان إذا تم إنشاء أجهزة التنقية هو ٣٠ مليون دولار، وهو ما يزيد على أى ناتج آخر. ومن المؤكد، فإن المنشأتين ستنفذان ذلك الحل. ومع تبريره، فإنهما ستتفقان بكل سرور على إنشاء أجهزة التنقية، وتكسب كل منهما ١٥ مليون دولار. وهنا سيكسب كل فرد، بما فى ذلك المدينة المحلية.

ولرؤية الخطأ فى هذا التسبيب، ضع نفسك فى مكان التنفيذى الرئيسى ***CEO*** للمنشأة (أ) وتصورّ قد أقنعت نفسك تمامًا بأن إنشاء أجهزة التنقية هو الشيء الصحيح الذى ينبغى عمله. ونظرًا لأن نظيرك فى المنشأة (ب) يكاد يكون على درجة حصافتك نفسها، فإن من الآمن افتراض أنه قد وصل إلى النتيجة نفسها، وهو ما يعنى أن المنشأة (ب) ستقوم أيضًا بإنشاء أجهزة التنقية. وفى هذه الحالة، مع ذلك، فإن منشأتك ينبغى أن تنفى خططها العكسية، وبذلك تزيد الأرباح المفترضة من ١٥ مليون دولار إلى ٢٠ مليون دولار – حسنًا.. برافو!! وقبل تهنئتك لنفسك على ذكائك الشيطانى، خذ نَفَسًا. إن العملية لا تنتهى هناك. فإذا ما كان فى إمكانك تصوُر هذا المنطق، فكذلك يمكن لرئيس المنشأة (ب) تصورّ نفس الشيء. وهو ما يعنى أنه سينتهى هو أيضًا، إلى تقرير عدم الموافقة على النظام الجديد للتنقية. وإذا كان ذلك يمثل واقعًا حقيقيا، فإنك ينبغى ألا تمضى مع خططك بإقامة أجهزة التنقية، حتى لا ينتهى بك إلى رؤية أرباح منشأتك وقد انخفضت إلى ٥ مليون دولار فقط!.

هذا النوع من المنطق – إذا قمت بعمل هذا، فإنه سيعمل ذاك: وإذا ما عمل ذاك. سأعمل هذا – قد يبدو منحرفًا بعض الشيء لأولئك غير المطلعين على نظرية اللعبة، ولكن إذا ما تم تفحص الموضوع لبرهة وجيزة، ستتحقق أنه عنيد

ومتصلب. والناتج الوحيد المستدام هو الحل الذى بموجبه تستمر المنشأتان (أ) و(ب) فى سحب الانبعاثات السامة، وتحقيق أرباح بمبلغ ١٠ مليون دولار، وهو نصف ما يمكنهما الحصول عليه إذا ما قامتا بإنشاء أجهزة التنقية. والمنشأتان قد تودَّان الانتهاء إلى النتيجة التعاونية، والذى بموجبه تكسب كل منهما ١٥ مليون دولار، ولكن الإغراء فى محاولة سرقة حصة أخرى من السوق، وتهديد المنشأة الأخرى بأنها ستفعل الشىء نفسه كبير جدًا.

إن الوضع الذى تجد فيه المنشأتان (أ) و(ب) نفسيهما يُعرف باسم معضلة السجين ***Prisoner's dilemma***. وفى كثير من الحالات يكون هو الأساس لما أطلق عليه اللا منطقية الرشيدة ***rational irretationality*** والتى أعنى بها وضعًا يؤدى فيه تطبيق المصلحة الذاتية الرشيدة فى مكان السوق إلى نتيجة متدنية وغير رشيدة اجتماعيًا. وعندما قدمت معضلة السجين لأول مرة فى بداية الخمسينيات من القرن العشرين، رفض كثير من الناس قبول أن المنشأتين لن تكونا قادرتين على الوصول إلى الحل التعاونى. بينما كانت هناك مجموعة من الاقتصاديين وعلماء الرياضيات يحاولون بشغف استكشاف العلم الجديد لنظرية اللعب ***Game Theory*** التى كان فون نيومان ***Von Neumann*** وأوسكار مورجنستيرن ***Oscar Morgenstern*** قد اخترعاها فى رسالتهما "نظرية اللعب والسلوك الاقتصادى" ***The Theory of Games & Economic Behavior*** فى عام ١٩٤٤. وقد علَّق كثير من الأشخاص الأذكياء أملاً كبيرًا على نظرية اللعب، متصورين أنها يمكن أن تحل كثيرًا من المشاكل القائمة فى العلوم الاجتماعية. وكان يعتقد أن المفتاح الرئيسى لهذه العملية يكمن فى استخدام طرق الحل التى قدمها كل من نيومان ومورجنستيرن، والتى تم تطبيق معظمها على الألعاب ذات القيم الصفرية، مثل قذف العملات فى الهواء، والبوكر. وفى الألعاب من هذا القبيل فإن اللاعبين يتنافسون فيما بينهم واحدًا ضد الآخر، ومكاسب أحد اللاعبين هى بعينها أموال وخسائر لاعب آخر. ولكن كثيرًا من أنواع النشاط الاقتصادى مثل التجارة الدولية والاستثمار فى سوق الأوراق

المالية يتضمن إمكان التعاون والمكاسب المشتركة: وتلك هى ألعاب الإجماليات الموجبة. وفى أواخر الأربعينيات من القرن العشرين حدث بعض التقدم فى تناول هذا الصنف الأوسع من المشاكل، عندما قام جون ناش ***John Nash***، وهو عالم رياضيات من جامعة برنستون، بتقديم طريقة عامة لحل الألعاب ذات الإجماليات غير الصفرية، ولكن كثيرًا منها ظل غير واضح.

كان ميريل فلود ***Flood*** وملفين دريشر ***Melvin Dresher*** من علماء الرياضيات فى شركة ***RAND*** راند كوربوريشن، التى كان البنتاجون قد أسسها فى أعقاب الحرب العالمية الثانية للقيام بالبحث العلمى "من أجل رفاهة الشعب وأمن الولايات المتحدة الأمريكية". وكان القدر الأكبر من العمل الذى تقوم به ***RAND*** له آثار عسكرية، ولكن ***RAND*** كانت أيضًا أحد المراكز الهامة لبحوث العمليات، وغير ذلك لتطبيقات الرياضيات. وقد اهتم فلود بالكيفية التى يلعب بها الناس فعلاً أنواع الألعاب الاقتصادية ذات الإجماليات غير الصفرية التى كان فون نيومان وناش قد وضعا نظرياتها: فهل تعاونا وتوصلا معًا إلى حل مفيد مشترك؟ أو أنهما قد انحرفا ووقعا فى منافسة قاتلة؟ كانت إحدى تجارب فلود الأولى تتضمن أولاده الثلاثة الذين كانوا فى سن المراهقة. وقدم لهم وظيفة جليس لطفل ورتب مناقصة غير رسمية، طالبًا من الأطفال تقديم أقل أجر قبله كل منهم للقيام بالعمل، على أن تبدأ المناقصة من ٤ دولارات، وعلى الرغم من التشجيع الصريح والواضح من دريشر لهم لكى يتعاونوا ويتجنبوا حرب الأسعار، فإن آل دريشر الصغار انتهوا إلى تقديم عروض تنافسية، وكان العرض الرابح، الذى كسب المهمة هو ٠,٩٠ دولار ولو كان الأولاد الثلاثة قد اتفقوا على تقديم عرض واحد بأربعة دولارات، لكان أمكنهم تقسيم العمل والنقود فيما بينهم، وانتهى الأمر إلى حصول كل منهم على ١,٣٣ دولار[١].

---

(1) Flood's babysitting experiment: See William Poundstone, The Prisoner's Dilemma: John Von Neumann, Game Theory, and the Puzzle of the Bomb (New York: Doubleday, 1992), 103

هذه كانت كيفية تصرف الأطفال؛ ولكن ماذا عن الأولاد ذوى الذكاء الفائق؟ فى شهر يناير ١٩٥٠، قام فلود ودريشر بتعيين اثنين من أصدقائهما، أحدهما من علماء **RAND** ويدعى جون د. ويليامز ***John D. Williams*** والثانى اقتصادى من جامعة كاليفورنيا ويدعى أرمن ألكيان ***Armen Alchian*** وذلك لِلعب لُعبة شبيهة باللّعبة التى تضمنت المنشأة (أ) والمنشأة (ب)، وجعلتهما يلعبانها مائة مرة متتالية. وحتى هذه المرحلة، لم يكن لدى فلود ودريشر اسم للعبتهما؛ وفى بحثهما أطلقا عليها ببساطة "زوجًا غير متعاون" وكانت نتيجة التمرين غير نهائية[١]. وقد اختار ألكيان السياسة الإستراتيجية التعاونية (المعادلة لإقامة أجهزة التنقية) فى ست وثمانين مرة من بين مائة مرة، وقام باختيار إستراتيجية السعى لمصلحة الذات اثنتين وثلاثين مرة (المعادلة لعدم إقامة أجهزة التنقية). وقد اختار ويليامز الإستراتيجية التعاونية سبعًا وثمانين مرة بينما اختار إستراتيجية السعى للمصلحة الذاتية اثنتين وعشرين مرة. ويمكن قراءة النتائج على أساس أنها تقدم دليلاً على أن التعاون كان ممكنًا، فى كل الأحوال، ولكنها يمكن أن تفسر أيضًا باعتبارها تعرض أنه حتى الخبراء فى نظرية اللعب أحيانًا لا يمكنهم مقاومة السعى لإستراتيجية المصلحة الذاتية التى ستؤدى إلى نتيجة أقل وأدنى.

وقد اكتسبت معضلة السجين اسمها بعد عدة أشهر. فقد طُلب إلى ألبرت تاكر ***Albert Tucker***، وهو عالم رياضيات بجامعة برنستون ذات الصلة مع **RAND**، أن يلقى حديثًا عن نظرية اللعبة لمجموعة من علماء النفس بجامعة ستانفورد. ولكى يجعل الأفكار التى قامت عليها تجارب فلود ودريشر أكثر سهولة لفهمها، فقد اخترع قصة عن رجلين تم القبض عليهما واتهامهما بأنهما قد اشتركا فى تنفيذ إحدى الجرائم، وقد حبسا وتم استجوابهما منفردين، مع عدم وجود أية وسائل اتصال. وكان لدى كل من الرجلين ما يجعلهما يعتقدان بأنهما إذا ما أنكرا التهمة، فسيتم الإفراج عنهما، أو اتهامهما بجريمة أدنى. وإذا ما اعترف كلاهما

---

(١) نفس المرجع السابق، تجربة الزوج غير المتعاون، صفحة ١٠٦ - ١٠٧

فإنهما سيواجهان حكمًا بغرامة ثقيلة. ولكن إذا اعتَرف أحدهما بالجريمة ولم يعترف الآخر، فإن الشخص الذى يعترف سيُعطى جائزة، أمّا الشخص الذى يستمر فى إنكـــاره فسيتم عقابه عقابًا قاسيًا. والسؤال هو: هل ينبغى على الرجلين الاعتراف أم الإنكار.

والوضع يماثل منطقيًا لعبة محطة الكهرباء، ويمكن تصويره بنفس الشكل (انظر جدول ١١-٢). والاختلاف الوحيد الذى سأضيفه إلى قصة تاكر الأصلية هى استبدال الجمل الخاصة بالسجن بجمل عن الغرامات باعتبارها العقوبات. يشير كل رقم فى الجدول إلى عدد من سنوات السجن التى سيقضيها كل لاعب فى السجن. وإذا ما اعترف الرجلان بالجريمة، فإن كلاً منهما ستكون عقوبته قضاء خمس سنوات فى السجن. (هذه النتيجة مثبتة فى الزاوية اليمنى السفلى). فإذا ما أصر الاثنان على إنكارهما، فإنهما سيتلقيان حكمًا بالسجن لمدة عام على جريمة أدنى وأقل. وإذا ما اعترف أحدهما، فإن الذى سيعترف، سيتم الحكم ببراءته ويطلق سراحه ويحكم على الآخر بخمسة عشر عامًا فى السجن.

جدول ١١-٢: معضلة السجين

		السجين رقم (٢)	
		إنكار	اعتراف
	إنكار	١,١	١٥,٠٠
السجين رقم ١	اعتراف	٠,١٥	٥,٥

وكما كان الحال فى لعبة محطة الكهرباء، فإن الحل المرغوب بأكبر درجة يبدو فى القيد الموجود فى الجانب الأيسر الأعلى (وهو إنكار، إنكار)، وهو يتضمن سنتان فقط من الوقت فى السجن. ولكن ما هى فرصة السجينين لتحقيق هذا الحل؟ لنقم فى هذه المرة، بتناول المشكلة بطريقة مختلفة قليلاً – وهذه الطريقة سيهاجمها

الشخص الذى تلقى تدريبه على نظرية اللعبة. فإذا افترضت أنك السجين رقم (١)، فإن المفتاح لتحليل أى لعبة هو تصوُّر ما يحتمل أن يقوم به خصمك، وعندئذ تقوم بانتقاء أفضل خيار للإجابة. والسجين رقم (٢) لديه خياران: إذا ما أصر على إنكاره، فإن اللعبة تقتصر على عناصر العمود الأول. وإذا كان اختيارك هو الإنكار ومواجهة حكم بقضاء سنة فى السجن، أو الاعتراف والحصول على الإفراج، فمن الواضح أن الاعتراف هو الخيار الأفضل. والآن لنفحص ما الذى يحدث إذا ما اختار السجين رقم (٢) الخيار الآخر له وقام بالاعتراف، هنا تقتصر اللعبة على عناصر العمود الثانى. وإذا ما صممت على إنكارك، فإنك ستتلقى حكمًا بالسجن لمدة ١٥ عامًا، وإذا ما اعترفت، فإنك ستلقى حكمًا بالسجن لمدة ٥ سنوات فقط. ومرة أخرى فإن الاعتراف هو الخيار الأفضل. والمنطق الملتوى العجيب للعبة ينبغى أن يكون واضحًا الآن: وهو أنه مهما فعل السجين رقم (٢)، فإن السجين رقم (١) سيكون أفضل حالاً بالاعتراف، ونفس التبرير ينطبق على اختيار السجين رقم (٢). وبلغة نظرية اللعبة فإن الاعتراف هو "الإستراتيجية المسيطرة"، على الرغم من أنه يؤدى إلى نتيجة سيئة لكلا اللاعبَين.

كثيرون يجدون أن معضلة السجين تثير الغضب، ويكون رد الفعل الغريزى لديهم أنه يجب أن تكون هناك طريقة للخروج منها؛ طبقًا لما يقوله ويليام باوندستون ***William Poundstone***، مؤلف كتاب يضم قصة مضيئة عن نظرية اللعبة المبكرة، والتى حصلت منها على بعض التفاصيل التاريخية، كما أن المنشئون للمشكلة يشعرون بنفس الشعور. "يقول كلاً من فلود ودريشر إنهما كانا يأملان فى البداية أن يقوم شخص ما من ***RAND*** بحل معضلة السجين" هكذا كتب باوندستون. "وكانا يتوقعان من ناش وفون نيومان أو شخص ما بتفحص المشكلة، ويأتى بنظرية جديدة أو نظرية أفضل للألعاب ذات الإجماليات غير الصفرية.

والنظرية تتناول النزاع بين الفرد والمنطقية الجماعية التى تجسدها معضلة السجين. وربما لا يأتى الحل أبدًا"[١].

وأحد الانتقادات التى غالبًا ما توجه إلى معضلة السجين هو أن الحل غير التعاونى (اعتراف، اعتراف) ربما لا يمكن أن يكون هو النتيجة المنطقية، نظرًا لأن متخذى القرار الرشيد لن يختاروا أبدًا نتيجة متدنيةَ. وقد يصدق هذا إذا كان السجينان قد قرّرا معًا ماذا سيفعلان. وعلى أية حال، فإن المفترض هو عدم وجود تواطؤ: إن أساس اللعبة هو أنه لما كان اللاعبان رشيدين، فإنهما سينتهيان إلى اختيار نفس الإستراتيجية. وهذا يضيّق من القائمة المحتملة للحلول إلى "اعتراف، اعتراف" و"إنكار، إنكار". ولما كان من الواضح أن الحل "إنكار، إنكار" هو الاختيار الأفضل لكلا اللاعبين، فإنه يجب أن يكون الحل المنطقى. والمشكلة بهذا التبرير تتجاهل عنصر النزاع الذى يعتبر أساسيًا فى اللعبة. وإذا كان السجين رقم (١) يعتقد بأن السجين رقم (٢) سيختار الإنكار، فلا يهم إذا كان سيصل إلى تلك الخاتمة، فهى تجعله دائمًا يود الاعتراف.

وهناك اعتراض آخر على معضلة السجين وهو أنها لعبة ذات طلقة واحدة ***One shot game*** فى حين أن كثيرًا من أنواع التفاعلات الاقتصادية المشتركة تحدث وتتكرر دومًا: فأنتَ تذهب إلى العمل فى الشركةَ نفسها يوميًا، وشركات مورجان ستانلى، وميريل لينش تتنافسان ضد بعضهما البعض كل ربع سنة. إذا ما أخذ صناع القرار فى حسبانهم المكاسب طويلة الأجل من التعاون، أليس من المعقول أن نتعاون فى الأجل القصير أيضًا؟ وعلى المستوى النظرى، فإنه يمكن إظهار أنه طالما تكررت اللعبة مرات كثيرة ولا يعرف اللاعبون نهاية لها، فإن

(1) Non-cooperative pair experiment: Flood's babysitting experiment: See William Poundstone, The Prisoner's Dilemma: John Von Neumann, Game Theory, and the Puzzle of the Bomb (New York: Doubleday, 1992), 122

النتيجة التعاونية (إنكار، إنكار) أو (إقامة أجهزة التنقية / إقامة) تعتبر حلاً رشيدًا، ولكن هذا هو الحال أيضًا فى الحل غير التعاونى (اعترف / اعترف، عدم إقامة / عدم إقامة).

وعلى النقيض من حالة اللعبة ذات الطلقة الواحدة ***One Shot game*** حيث يكون (الاعتراف / الاعتراف) هو الإستراتيجية الوحيدة المسيطرة، ففى اللعبة المتكررة هناك كثير من الإستراتيجيات الرشيدة التى يمكن اتباعها. وواحدة أخرى، مثلاً، هى قذف عملة فى الهواء قبل كل دورة، والاعتراف إذا ما كان وجه العملة هو "الملك" والإنكار إذا ما ظهرت "الكتابة". وفى عام ١٩٨٠ قام روبرت أكسلرود ***Robert Axelrod*** من جامعة ميتشيجان بتنظيم دورة لمعضلة السجين، شهدها منظِّرو اللعبة من أنحاء البلاد، وقدموا خمس عشرة إستراتيجية للعب اللعبة المتكررة. وقام أكسلرود بعد ذلك بمقارنة الإستراتيجيات كل واحدة مقابل الأخرى فى دورة بالحاسب الآلى، وكانت كل مقارنة تتكون من مائتى دورة، مع منح نقاط طبقًا لصندوق تعويض يشبه كثيرًا الموجود فى جدول (١١-٢). وكان الفائز هو صيغة بسيطة للمعاملة بالمثل ***tit for tat***. وكانت الإستراتيجية بالضبط هى: "تعاون فى الجولة الأولى ثم فى كل دورة تالية قم بعمل ما عمله منافسك فى الدورة السابقة. وطالما أن المنافس يتعاون، فإن مثل هذه الإستراتيجية يمكن أن تعمل على تواصل التعاون إلى ما لا نهاية".

وقد لقيت النتائج التى توصل إليها أكسلرود قدرًا كبيرًا من الاهتمام، وقد تساعد أيضًا إلى حد كبير فى تفسير كيف يتواصل التعاون فى كثير من نواحى المجتمع البشرى بل وحتى فى المملكة الحيوانية. واللعب بطريقة المعاملة بالمثل ***tit for tat*** يعلن للاعبين الآخرين، عن رغبتك فى التعاون، ولكنك لست أحمق أو مغفلاً. فإذا كان خصمك يلعب بشكل سيئ، فلابد أن يلقى عقابًا، وهو ما يعطيه

حافزًا على العودة إلى التعاون. ومع ذلك، فإن تطبيق نتائج أكسلرود على الاقتصاد أمر خطير. وفى كثير من المواقف الخاصة بالأعمال، لا يكون لدى اللاعبين ترف تقدير الأمور لأجل طويل، وهو ما يجعل البيئة أكثر شبهًا باللعبة ذات الطلقة الواحدة. فإذا ما كنت المسئول التنفيذى الرئيسى لإحدى الشركات، وكانت تتبع إستراتيجية تعاونية، لمجرد أن يكون لك منافس من أحد المسئولين الرئيسيين لشركة فى مواجهتك، فإن الخطأ سيكلفك وظيفتك، وفى وول ستريت، يتم تقييم القائمين بالتداول على أساس ربع سنوى، فإذا لم يحسنوا الأداء فى ربع سنة، فإن العواقب قد تكون مدمّرة. وحتى فى الصحافة، فإن منطق المنافسة القاتلة يمكن ألا يكون صعبًا فى تخطّيه. وفى مكاتب إحدى الصحف الصغرى البريطانية كان المعتاد وجود علامة معلقة فى مكتب الأخبار تقرأ هكذا "قم بعمله لهم قبل أن يعملوه لك!" ومن المحزن أن هذا هو ما يتعلم معظمنا أن يعملوه. وتظهر التجارب مع الأشخاص العاديين الذين يلعبون اللعبة ذات الطلقة الواحدة لمعضلة السجين أن كثيرًا منهم يبدون بإنكار جريمتهم ويأملون أن يفعل اللاعب الآخر نفس الشىء. وعلى أية حال فإنهما سرعان ما يكتشفان أن التعاون مع شخص آخر لا يمكنهما السيطرة على أعماله طريقة غير مجدية. ومع المحاولة العاشرة، يختار ٩٠% من اللاعبين إستراتيجية الاعتراف لحفظ الذات[١].

إن معضلة السجين يمكن أن تظهر فى أى وضع يتضمن عناصر نزاع وتعاون. وفى كثير من الصناعات تود المنشآت تقييد العرض وزيادة الأسعار، ولكن هذه الإستراتيجية التى تتضمن التواطؤ الصامت يصعب تواصلها، نظرًا لأن كلاً من اللاعبين لديه حافز للغش وزيادة ناتجه. ويصدق هذا بصفة خاصة فى

---

(1) Ken Binmore, Game Theory: A very Short Introduction (New York: Oxford University Press, 2007), 21

الصناعات التى تنتج سلعة متجانسة مثل النفط حيـــث يكـــون مـــن الصعب اكتشاف الغش.

ويبين جدول (١١-٣) إحدى لعب الإنتاج المعتادة. وهنا مرة أخرى تمثل الأرقام ملايين الدولارات من الأرباح. وكل لاعب لديه اختيار بين إستراتيجيتين. وكلمة "منخفض" تعنى ناتجًا منخفضًا، بينما تعنى "مرتفع" ناتجًا مرتفعًا. والناتج المفضل المشترك هو "منخفض/ منخفض" مع قيام كل من المنشأتين بتقييد ناتجهما وتحقيق أرباح بمبلغ ١٠٠ مليون دولار. ولكن إذا ما لعبت أى المنشأتين على "منخفض" وكان لدى الأخرى حافز كى تلعب على "مرتفع"، فإذا حدث هذا فإن المنشأة التى ستلعب على "منخفض" لن تحقق سوى مبلغ ٢٥ مليون دولار فقط ربحًا. ولهذا فإن الإستراتيجية السائدة لكلتا المنشأتين هى اللعب على "مرتفع" والتى ينتج عنها تحقيق نتائج تعطى لكل منهما ٥٠ مليون دولار.

جدول (١١-٣) لعبة إنتاج

		المنشأة (٢)	
		منخفض	**مرتفع**
	منخفض	١٠٠/١٠٠	٢٥/٢٠٠
المنشأة (١)	**مرتفع**	٢٠٠/٢٥	٥٠/٥٠

إن معضلات السجين ليست بالضرورة شيئًا سيئًا. وهى فى بعض الصناعات، مثل البترول والطيران، تساعد الاحتكارات على التشغيل الفعّال والمحافظة على انخفاض الأسعار. ومؤسسة أوبك *OPEC*، اتحاد الدول المنتجة للبترول، تشتهر بعدم استقرارها، إذ يجتمع أعضاؤها كل بضعة أشهر ويثيرون ضجة بشأن تخفيض حصص إنتاج كل منهم وذلك لرفع الأسعار، ولكن ذلك نادرًا

ما يحدث. وكثير من حكومات الدول الغنية بالبترول تعتمد على إيرادات البترول بحيث لا يمكنهم مقاومة فتح الصنابير، والنتيجة هى انتشار الغش فى تنفيذ حصص الإنتاج. وبالنسبة لمستهلكى البترول الغربيين، فإن هذا أمر جيد. وفى كثير من الحالات، يضمن هذا توفير إمداد فورى للبنزين الرخيص والمنتجات البترولية اللازمة للتدفئة (وسواء أكان هذا فى مصلحة الأجل الطويل للمستهلكين الغربيين كى يقوموا بتخفيض التدفقات اللازمة للطاقة بسرعة، فهذه مسألة أخرى).

وعلى أية حال، فإنه بالنسبة لبعض المنتجات، لا توجد ضرورة لزيادتها لأنها غير مرغوبة اجتماعيًا، ومعضلة السجين لا يمكن أن تؤدى بالمنشآت إلى الإفراط فى عرض المنتجات بالسوق. والرهون السكنية قد تكون إحدى هذه المنتجات. وفى وقت معين، يتوفر لدى عدد محدود من الأسر الدخل الكافى وأمان العمل اللازم لخدمة الرهن حتى اكتمال سداد الرهن. ولكن عندما ترتفع أسعار المساكن، بينما تظل أسعار الفائدة منخفضة، فإن البنوك وغيرها من شركات التمويل تقوم بتخفيض معاييرها الائتمانية بحثًا عن أرباح سريعة، وتقديم القروض إلى المقترضين الذين يكونون جزءًا من الأخبار السيئة بخلاف الإعسار والتوقف عن سداد القروض. فى البداية، ترددت بعض الشركات ذات المسئولية الكبرى فى المشاركة – ووفقًا لمصطلحات الجدول (١١-٣)، كانوا يلعبون على "منخفض" – ولكنهم عندما يرون أن منافسيهم يكسبون حصة أكبر من السوق، يبدأ الضغط للتحول بالإستراتيجيات حتى يصبح أمرًا لا تمكن مقاومته. وفى نهاية الأمر، تكاد كل المنشآت فى الصناعة أن تتبع إستراتيجية الناتج المرتفع، ذات العواقب الضارة للفرد وللجميع.

ولكى أفهم المنطق الأساسى لمعضلة السجين، قمت بوصف اللعبة التى يشترك فيها شخصان. وفى الحقيقة، أن البنوك وغيرها من المقرضين يجب أن

يأخذوا فى حسبانهم الإجراءات التى يقوم بها كثير من المنافسين: فهم يواجهون "معضلة السجين" "الشخص – *n*". ومع شخصين فقط يلعبان اللعبة، فمن الصعب استدامة ناتج تعاونى. وعندما يكون اللاعبون عشرة أشخاص، أو عشرين شخصًا، أو مائة شخص، يُصبح الأمر مستحيلاً بالفعل – وهى حقيقة ذات صلة وثيقة بالموضوع بالاستغلال المفرط للموارد الطبيعية، مثل الغابات المطرية الاستوائية، والأسماك فى البحار، وسهول جنوب الصحراء. وفى عام ١٩٦٨، قامت جاريت هاردين ***Garret Hardin***، وهى إخصائية بيئة من تكساس بتناول هذه المشكلة فى مقالة شهيرة بعنوان "مأساة الشيوع ***The Tragedy of Commons***" وكان المثال الذى استخدمته هاردين هو المراعى التى يتقاسمها الرعاة المحليون. والرعى محدود الحجم، وكل الرعاة يعلمون أن الراعى الجائر سيجعل المراعى عديمة الفائدة للجميع. وفى نفس الوقت، رغم ذلك، فإن دخول الرعاة حسب أحجام قطعانهم، هو ما يعطيهم حافزًا لإضافة حيوانات أكثر للرعى.

وكما بينت هاردين، فإن كل راعٍ يهتم أساسًا وقبل كل شىء برفاهته الذاتية. وعند تقرير ما إذا كان يضيف حيوانًا إلى قطيعه، فإنه يقدر بعناية، العواقب المحتملة لهذه الخطوة. والميزة هى أنه بمجرد أن يكبر الحيوان، يمكنه أن يبيعه وأن يحتفظ بالحصيلة كلها لنفسه. والعيب، هو أن الإضافات إلى قطيعه تزيد من مخاطر الرعى الجائر الذى يدمر المرعى. وعلى أى حال، فإنه لما كان كل المزارعين سيتقاسمون معًا تكاليف الرعى الجائر، فإن احتمال بيع حيوان آخر سيملأ خيال الراعى المنفرد وعقله. "إن جمع المنافع الجزئية للعنصر الأساسى، يؤدى بصاحب القطيع الرشيد إلى استنتاج أن المسار المعقول الوحيد الذى يمكن أن يتبعه هو إضافة حيوان آخر إلى قطيعه". كان هذا ما كتبته هاردين. وواصلت ما تكتب قائلة "وآخر غيره... وآخر... ولكن هذه النتيجة التى وصل إليها جميع الرعاة وكل راعٍ رشيد مشارك فى المراعى المشاع. وهذه هى المأساة. إن كل

شخص محصور فى داخل نظام يجبره على زيادة قطيعه بدون حدود – فى عالم محدود بطبيعته. والخراب هو المقصد الذى نحوه يندفع جميع الرجال، وكل منهم يتبع فقط أفضل ما يحقق مصلحته الشخصيـــة فـــى مجتمع يعتقد فى حرية المراعى المشاع"[١].

إن قصة راعى القطيع هى مجرد قصة رمزية أخلاقية، ولكنها تصور بعض الموضوعات الحيوية التى تتعلق باستدامة التنمية الاقتصادية. وفى كل دولة، توجد أنهار وبحيرات، ومستودعات مياه أرضية، وجبال ومناطق برية وهى أجزاء من المشاع. والجو الأرضى هو جزء من المشاع العالمى، تمامًا مثل المحيطات واحتياطيات النفط والغاز. كما أن التنوع الأحيائى فى مملكة النبات ومملكة الحيوان هو عنصر آخر من المشاع العالمى. وفى كل وقت تنفد بعض الأنواع والفصائل، ورصيد الموارد الطبيعية معرض للنفاد. ومن المحتم أن يصبح هذا هو السؤال عن تصور كيفية المحافظة على المشاعات من أجل الأجيال القادمة أو عندما لا يمكن ذلك ما هو المدى الزمنى لاستنفادها؟

غالبًا ما يجادل الاقتصاديون من أنصار السوق الحر بأن خصخصة الموارد الشائعة ستضمن استخدامها بطريقة مسئولة أكثر. وفى بعض الحالات، قد يكون ذلك حقيقيًا – ويعتقد كثير من المؤرخين بأن حصار الأراضى المشاع فى القرنين الخامس عشر والسادس العاشر فى إنجلترا قد ساعد على رفع الإنتاجية الزراعية وتشجيع النمو الاقتصادى. إلا أن الخصخصة لا يمكن أن تزيل النزاع بين المزايا الخاصة والمنافع الاجتماعية الذى تتسم بها مشكلة المشاع. وفى الولايات المتحدة، دمرت شركات قطع الأخشاب أجزاء من منطقة الخشب الأحمر بكاليفورنيا، بينما فى نيويورك، وفلوريدا، وكثير من الولايات الأخرى، أدت التنمية العقارية الجامحة

(1) Garrett Hardin, "The Tragedy of the Commons," Science 162 (1968): 1244

وغير المقيدة إلى تهديد إمدادات مياه الشرب الطبيعية. وعلى المستوى العالمى فإن التلوث، والازدحام، وصيد الأسماك الجائح، وإزالة الغابات ما زالت تمثل مشاكل مزمنة، والتى لا ينتظر إلا أن تصبح أكثر سوءًا مع استمرار التوسع فى سكان العالم، وازدياد كثافة العولمة، وازدياد الطلب على الموارد الطبيعية. وقد يكون تحديد حقوق الملكية أمرًا ضروريًا لتناول هذه المشاكل ذات التعقيدات الهائلة، ولكن الاعتماد الأعمى على المصالح الذاتية والسوق ليس سوى وصفة لمزيد من الكوارث البيئية.

إن الخطوة الأولى فى منع هذه النتائج هى إدراك أن الطبيعة شديدة الاتساع للاَّ منطقية الرشيدة ومدى صعوبة التغلب عليها. ويقول كين بينمور ***Ken Binmore***، أحد قادة واضعى نظرية اللعبة فى كتاب حديث "إن واضعى نظرية اللعبة يجدون كثيرًا من العقبات والصعوبات نتيجة لإنكار أن السلوك الفردى الذى يقود إلى هذه الكوارث سلوك غير رشيد"(١).

يتساءل منتقدونا كيف يمكن أن يكون من الأمور الرشيدة للمجتمع أن يدير خرابة. ألا يمكننا رؤية أن كل إنسان سيكون أفضل حالاً، إذا ما أمكن لكل فرد أن يستولى على حصة أقل من الموارد العامة؟ إن الخطأ فى هذا التبرير أولى؛ إذ أن اللاعب فى اللعبة الإنسانية للحياة ليس شيئًا مجردًا إذ يسمى "كل شخص ***everybody***". إننا جميعًا أفراد منفصلون، كل منا له أهدافه وأغراضه. وحتى عندما تقوم طاقتنا للحب بدفعنا لتقديم تضحيات للآخرين، فإن كلاً منا يفعل ذلك بطريقته ولأسبابه الذاتية. وإذا تظاهرنا بغير ذلك، فلن يكون لدينا أمل على الإطلاق فى تفهم الموقف الخاص بمأساة المشاع.

---

(1) Ken Binmore, Game Theory: A very Short Introduction (New York: Oxford University Press, 2007), 67

[illegible]

[illegible]

[illegible]

[illegible]

[illegible]

الفصل الثانى عشر

المعلومات الخفية وسوق السلع المستعملة

فى أواخر صيف عام ١٩٦٦، كانت هناك أشياء ذات مغزى مهم تحدث فى منطقة خليج كاليفورنيا. وفى هايت آشبرى *Haight – Ashbury*، وهو حى قديم متهالك من الشقق السكنية الرخيصة والمبانى الخالية يجاور تمامًا شرق جولدن جيت ستيت بارك *Golden Gate State Park*، حيث كانت تتنامى ثقافة فرعية نشطة حول المخدرات، كالماريجوانا وعقار الهلوسة *LSD*، وموسيقى الهذيان لطائرة جيفرسون والأموات الممتنين *Grateful Dead* وهما فرقتا موسيقى محليتان، فى كانديلستيك بارك *Candlestick Park*، فى الخلاء قريبًا من المطار، الذى كان وقتئذ مقر فريق كرة القدم *Giants* لسان فرانسيسكو، كما أقام فريق البيتلز (*Beatles*) ما أصبح بعد ذلك حفلهم الأخير قبل وداعهم للمعجبين، وعبر الماء فى أوكلاند كان بوبى سيل *Bobby Seale* وهيوى ب. بنيوتن *Huey P. Newton* يؤسسان حفل الفهد الأسود *Black Panther Party*.

وفى بيركلى المجاورة، كان جورج أكيرلوف (*George Akerlof*)، خريج برنامج الدكتوراه بمعهد ماساتشوسيتس للتكنولوجيا (*MIT*) فى الاقتصاد، والذى كان يبلغ عمره حينئذ ستة وعشرين عامًا، يبدأ وظيفته فى التدريس. ومنذ طفولته، كان يبدو أن قَدَر أكيرلوف *Akerlof* هو الأكاديمية. وكان والده، الذى هاجر من السويد إلى الولايات المتحدة فى عشرينيات القرن العشرين، يعمل أستاذًا للكيمياء.

أما أمه التى التقت بوالده عندما كانت فى الدراسات العليا، فكانت من نسل عائلة مولعة بالكتب من اليهود الألمان. وكان أكيرلوف طفلاً لامع الذكاء مجتهدًا. وفى المدرسة الثانوية، كما تذكر متأخرًا "كنت أنتمى إلى مجموعة صغيرة من التلاميذ، الذين يمكن أن يطلق عليهم بمصطلح هذه الأيام "أغبياء، أو غير اجتماعيين **nerds**"، ومن الناحية الاجتماعية كنت غير منسجم ***misfit*** مع من حولى. وقد أخفقت فى فهم السبب الذى من أجله كان يقضى زملائى فى المدرسة وقت الفراغ التقليدى بعد الظهر فى الفرجة على الفريق الموسيقى الأمريكى ***American Bandstand***"[1].

وفى معهد ماساتشوسيتس ***MIT***، درس أكيرلوف تحت إشراف بول صامويلسون وروبرت سولو، وهما اثنان من أكبر الشخصيات البارزة فى اقتصاد ما بعد الحرب. وفى أوائل الستينيات من القرن العشرين انقسم الموضوع بين عديد من المعسكرات المتعادية. كان أصحاب النظريات على القمة مشغولين فى الجدل حول التشابكات والتعقيدات للنظرية العامة للتوازن واللعبة. وهناك فى شيكاغو، كان فريدمان واتباعه ما يزالون يتبعون مسارهم التحررى. وفى معهد ماساتشوسيتس للتكنولوجيا ***MIT*** ومعظم الجامعات الأمريكية الأخرى كان هناك خليط عملى، إن لم يكن متسقًا بأكمله، يتأرجح من الاقتصاد الجزئى لمارشال، إلى الاقتصاد الكلى لكينز. (وفى الكتب الدراسية أصبح معروفًا بالتركيب النيوكلاسيكى الكينزى ***neo - classical – Keynsian synthesis***) وكتب أكيرلوف رسالته عن النظريات الرياضية للنمو الاقتصادى، ولكنه كان أكثر اهتمامًا بأسباب التذبذبات الاقتصادية.

وبعد وصوله بفترة قليلة إلى جامعة بيركلى، ذهب إلى عشاء مع أحد الزملاء، الذى سأله عما يعمله. فقال أكيرلوف إنه يفكر فى مشاكل المعلومات فى

---

(١) السيرة الذاتية لجورج أكيرلوف. يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
http://nobleprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2001/akerlof-autobio.html

سوق السيارات المستعملة وكيفية تأثيرها في المبيعات الكلية للسيارات، التي كانت تتحرك إلى أعلى وإلى أسفل في دورات غير منتظمة. والقول بأن هذا لم يكن موضوعًا للمناقشة العامة بين الاقتصاديين المهنيين المتخصصين سيكون تقليلاً من شأن الموضوع. وإحدى سمات التعريف بالنظرية الاقتصادية هي تجريدها من الواقع أو الحقيقة. ولم يقم أنصار نظرية التوازن العام أو أعضاء مدرسة شيكاغو بتوجيه قدر أكبر من الاهتمام إلى الهيكل المؤسسي للاقتصاد، ومع اختلاف طرقهم إلا أن المجموعتين صورَتا العالم وفقًا لنموذج آدم سميث عن المنافسة الكاملة.

وبالنسبة لاقتصادي شاب نابه من إحدى جامعات القمة يريد أن يُظهر اهتمامًا بشيء عادي مثل سوق السيارات المستعملة كان أمرًا غير مألوف. ومع كل ذلك، استمر زملاء أكيرلوف في تشجيعه على المضي في بحثه، وقد فعل. وكان جوهر بحثه هو حقيقة أن باعة السيارات المستعملة يعلمون قدرًا أكبر عن مدى إمكان الثقة بسياراتهم عن المشترين المحتملين، وهو ما يجعل شراء سيارة مستعملة عرضًا يحمل مخاطرة. إن البائع لديه حافز كي يقول إن السيارة في حالة جيدة، ولكن إذا كان ذلك حقًا، فلماذا يريد أن يتخلص منها؟ وبالنسبة للمشتري، فإن الحالة الحقيقية للسيارات غير مؤكدة واعتقد أكيرلوف أن "السبب الرئيسي في تفضيل الأشخاص في شراء سيارات جديدة بدلاً من السيارات المستعملة كان هو شكهم في دوافع بائعي السيارات المستعملة"(١).

وكان تجار الخيول وغيرهم من المتعاملين في السلع المستعملة ذات الجودة القابلة للتساؤل يتعاملون مع هذا النوع من المعضلات لعدة قرون. إن الاقتصاديين يشيرون إلى الموضوع، الآن، باعتباره مشكلة للاختيار المعكوس "*adverse selection*"،

---

(1) George Akerlof, "Writing 'The Market for Lemons': A Personal and Interpretive Essay,"
يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
http://nobleprize.org/nobel_prizes/economics/articles/akerlof/index.html

ولكن المعلومات الخفية صحيحة بالدرجة نفسها وأقل إثارة للنفور. وفى خلال سنة أو نحوها من وصوله إلى بيركلى، كان أكيرلوف قد كتب ورقة بحثية تبين كيف أنه فى بعض الظروف قد يؤدى وجود "السيارات المستعملة ***lemons***" فى سوق السيارات إلى خروج بائعى المركبات ذات النوعيات العالية. على الرغم من أن هناك بعض العملاء الذين يرحبون بعلاوة مقابل إمكان الاعتماد على السلعة. وكتب أكيرلوف "إن معظم السيارات التى يتم الاتجار فيها ستكون سيارات فاشلة ***lemons***. والسيارات الجيدة لا يتم تداولها فى السوق على الإطلاق. وتتجه السيارات السيئة إلى طرد السيارات الجيدة من السوق"(١).

إن من السهل رؤية كيفية حدوث هذا. وكل فرد يعلم أن بعض، وربما كثير، من الباعة يحاولون التخلص من السيارات المزعجة. ولهذا السبب، فإن من المشترين للسيارات المستعملة مَن لا يدفعون الأسعار التى يطلبها البائع. ولما لم تكن هناك وسيلة أمام باعة العربات الموثوق بها لإقناع المشترين المحتملين بأن سياراتهم ليست بها عيوب، فإن كثيرًا من البائعين ينتهى بهم الأمر إلى إخراج سياراتهم من السوق. وعندما يحدث ذلك، فإن ما يبقى من السيارات المستعملة المتاحة بالسوق هى السيارات الفاشلة الرخيصة.

وقد جعل أكيرلوف عنوان ورقته "سوق الليمون: عدم التيقن من الجودة وآلية السوق" ***The Market for Lemons: Quality Uncertainty and Market Mechanism***. وفى عام ١٩٦٧، أرسل الورقة إلى المجلة الاقتصادية الأمريكية ***American Economic Review*** وهى الصحيفة الاقتصادية الرئيسية، ولم يمض وقت طويل، حتى تسلم خطاب رفض ذكر فيه رئيس التحرير أن المجلة لا تنشر

---

(1) George Akerlof, "The Market for Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanisms," Quarterly Journal of Economics 84 (1970): 489

مقالات عن موضوعات بمثل هذه التفاهة، وحاول أكيرلوف بعد ذلك مع مجلة الدراسات الاقتصادية ***The Review of Economic Studies*** ومع صحيفة الاقتصاد السياسى ***The Journal of Political Economy***، ولكنه لم يحصل إلا على الإجابة نفسها. وفى نهاية الأمر، كان عليه أن يطّلع على بضعة من تقارير المحكمين، التى ذكرت أن مشكلة المعلومات لا يمكن أن تكون بالشدة والقسوة التى وردت فى المقالة، لأن السلع من كافة النوعيات تم فعلاً بيعها. ولو كان المؤلف على صواب، كما قال أحد المحكمين، فإن الاقتصاد سيصبح مختلفًا جدًا. وأرسل أكيرلوف المحبط بورقته مرة أخرى إلى مجلة ***The Quarterly Journal of Economics***، التى قامت بنشرها فى عام ١٩٧٠. وبعد أربعة عقود أصبحت واحدة من أكثر المقالات التى يُرجَع إليها فى كافة مجالات الاقتصاد.

تثار مشكلة المعلومات الخفية فى كثير من النواحى غير سوق السيارات المستعملة. ففى سوق العمل، يعلم أصحاب العمل قدرًا أقل عن المهارة وحرص طالبى التوظيف عما يعرفه طالبو العمل أنفسهم. وفى الأعمال المصرفية، يعلم المقرضون أقل كثيرًا عن قدرة المقترضين على سداد قروضهم مما يعلمه المقترضون أنفسهم. وفى الرعاية الصحية، يعلم مقدموها أقل عن صحة عملائهم عما يعلمه العملاء ذاتهم. وتبين هذه الأمثلة أن المعلومات الخفية يمكن أن توجد فى أى جانب من السوق. وفى أعمال السيارات المستعملة، تكون لدى البائعين معلومات أكثر مما لدى المشترين. وفى صناعات التأمين والبنوك يكون لدى المشترين معلومات أكثر.

وقد أشار أكيرلوف إلى أن المعلومات الخفية "ربما كانت موضوعًا له أهميته فى أى سوق تكون فيها جودة السلع أمرًا يصعب تبينه عن طريق أى شىء آخر سوى التفتيش العرضى. وبدلاً من أن ينطبق ذلك على بضعة أسواق فقط، فإن

الاستثناء وليست القاعدة، هو الذى يبدو لى أنه يضم جميع الأسواق"[١]. ويقدم السوق الحر للوكلاء فى الألعاب الرياضية حالة مثيرة للاهتمام والدراسة. وبمقتضى قوانين لعبة البيسبول، فإن أى لاعب أمضى ست سنوات فى إحدى الفرق الرئيسية له الحق فى أن يطلب عقدًا آخر، أو أن يصبح وكيلاً حرًا وأن يوقع مع أى نادٍ آخر. والمعلومات الخفية هنا هى حالة اللياقة *fitness* الحقيقية. وكثير من لاعبى البيسبول يصابون بجروح مؤلمة ومزعجة، تضايقهم فى حياتهم المهنية. إن الفريق الأصلى للاعب يعرف أكثر عن صحته من أى شخص يحتمل أن يريد حيازته، كما أن القرار بالتخلى عنه لوكالة حرة بدلاً من الاحتفاظ به قد يكون علامة على الاهتمام بصحته. ولذلك فإن حيازة الفرق تواجه معضلة. وغالبًا، ما يتم تناولها من خلال فحص السجلات الطبية للاعب الحر، وإخضاعه لاختبارات لياقة دقيقة يشرف عليها أطباء الفريق. ولكن الأدلة تشير إلى أن هذه الاختبارات والفحـــوص ما زالت بعيدة عن أن تكون بعيدة عن الخطأ. وكينيث ليهن ***Kenneth Lehn***، وهو اقتصادى مالى قام بفحص عينة كبيرة من اللاعبين الذين وقعوا صفقات لسنوات متعددة، وقام بتقسيمهم إلى أولئك الذين أعادوا التوقيع مع فرقهم الأصلية وأولئك الذين أصبحوا لاعبين أحرارًا. وفى المواسم التالية، كان متوسط الأيام التى قضتها المجموعة الأولى على قائمة غير القادرين أقل من عشرة أيام، بينما كان متوسط اللاعبين الأحرار أكثر من سبعة عشر يومًا على القائمة. وتوحى هذه النتائج بشدة أن كثيرًا من اللاعبين الأحرار ليسوا سوى "خردة".

ومن الواضح، أن المعلومات الخفية لا تمنع السوق من العمل دائمًا. ويعزى هذا جزئيًا إلى ضمانات وكفالات المنتج، وضمان رد النقود، وغير ذلك من الإجراءات التى تم ابتكارها لتخفيف المشكلة. وعلى موقع *eBay* وغيره من مواقع التجزئة على شبكة الإنترنت، فإن ضمانات رد النقود هى طريقة للتعامل مع

---

(1) Akerlof, "Writing 'The Market for Lemons."

حقيقة، هى أنه على النقيض من المحلات العادية فإنه لا يمكن للمشترين أن يقوموا ماديًا بفحص السلع التى يشترونها. والأسماء التجارية ***brand names*** طريقة أخرى لطمأنة العملاء بشأن النوعية. وعندما يشترى شخص ما علبة من الكوكاكولا المخفضة ***Diet Coke*** أو شطيرة ماكدونالد ***Mc Donald's Quarter Pounder*** فإنهم يعلمون مقدمًا ما الذى يحصلون عليه. وقد قامت شركتا كوكاكولا وماكدونالد باستثمار مبالغ ضخمة فى علاماتهم التجارية، ولديهما جميع الحوافز التى تدفعهما إلى عدم تلطيخها من خلال بيع سلع لا تتماشى مع توقعات الجمهور.

وفى بعض المسارات، مع ذلك، تكون مشكلة المعلومات الخفية شديدة الحدَّة بحيث تسبب مشاكل خطيرة. فغالبًا ما يكتشف الأشخاص العاطلون عن العمل، أن سوق العمل هو أحد هذه الجهات. فهناك مثل قديم يقول "إن من الأسهل جدًا أن تحصل على وظيفة إذا كنت تشغل فعلاً إحدى الوظائف بدرجة أكبر من إمكان حصولك على وظيفة إذا لم تكن تعمل". والسبب هو المعلومات الخفية، فأصحاب الأعمال المحتملون لا يعرفونك شخصيًا، وحقيقة أنك لا تعمل تشير إلى أنك قد تكون "خردة". حتى لو كنت قد خرجت من عملك السابق بدون أى خطأ من جانبك. وكلما طالت مدة بقائك دون عمل، كلما ازدادت خطورة هذه المشكلة. إن البطالة وصمة. وتظهر البحوث أن الاستثناءات التى تتمثل فى الحصول على عمل تتناقص باستمرار مع ازدياد فترة البطالة. وفى نهاية الأمر، يصاب كثير من الأشخاص الذين خرجوا من أعمالهم بالكآبة واليأس، بحيث يتوقفون عن البحث النشط عن العمل، أو قد يخرجون من عداد القوى العاملة تمامًا. (فى مارس ٢٠٠٩، وطبقًا لإحصاءات مكتب العمل، كان هناك نحو ٢,١ مليون شخص "متصلين هامشيًا ***marginally attached***" بالقوى العاملة[١]، وهو ما يعنى أنهم كانوا لا يعملون، ولكنهم لم يكونوا قد بحثوا عن وظيفة فى الشهر السابق).

---

(1) George Akerlof, "Writing 'The Market for Lemons'"marginally attached": Bureau of Labor Statistics, Issues in Labor Statistics, Summary 90-04 (April 2009): 1

إن كثيرًا من نظريات السوق الحر تتجاهل هذا النوع من المشاكل. كما أنها تفترض أن الأشخاص إذا تركوا العمل لمدد طويلة، فإنهم يختارون أن ينفقوا الوقت "بحثًا" عن منصب أنسب. وفى الواقع فإن معظم حالات البطالة ليست اختيارية بالمرة. وما يحتاجه أولئك الذين لا يعملون هو طريقة ما لتنبيه أصحاب الأعمال إلى أنهم قادرون بل ويمكنهم القيام بالأعمال الصعبة. كما أن خطابات التوصية غالبا ما لا تكفى؛ إذ أن كثيرين من المتقدمين لطلب الوظائف يمكنهم تقديمها. وإحدى وسائل الإشارة إلى الأهمية، إذا كان المراد حقيقة هو الإثارة ولفت انتباه أصحاب الأعمال، يجب أن يكون الحصول عليها صعبًا. وفى عام ١٩٧٤، أصدر مايكل سبينس ***Michael Spence***، وهو اقتصادى شاب من هارفارد، كتابًا بعنوان "***Market Signaling*** لفت انتباه السوق" وقد جادل فيه بأن الدرجات الجامعية العليا لها فعاليتها خاصة فى هذا المجال. وذكر أن أصحاب الأعمال يهتمون بإنتاجية الشخص فى الوظيفة، ولكن الإنتاجية فى العمل غالبًا ما تكون مرتبطة بالإنتاجية فى مجالات الحياة الأخرى، مثل التعليم. والحصول على درجة الماجستير فى إدارة الأعمال ***M.B.A*** أو درجة الدكتوراه ***Ph.D***، يمكن أن يشير إلى أصحاب العمل فى المستقبل عن إنتاجية الشخص بطريقة يجدها الأشخاص الأقل قدرة والأقل إنتاجية صعبة فى مجاراتها. ويتسق مع هذه النظرية، أن الأشخاص من ذوى التعليم العالى، يتجهون إلى أن تكون معدلات البطالة لديهم أقل، وفتراتها أقصر من أولئك الأقل تعليمًا.

والتأمين الصحى هو إحدى النواحى الأخرى التى تبلغ فيها مشكلة المعلومات الخفية نسبًا مزمنة. إن أكثر الناس احتياجًا إلى التغطية الطبية معظمهم من كبار السن والعجزة، وفى نظام السوق أولئك هم بالتحديد الأفراد الذين يعانون أشد المعاناة ويقاسون بشدة للحصول على هذه الخدمة. وفى الواقع فإن أعضاء هذه المجموعات هم الذين تصيبهم أمراض أكثر خطورة عن باقى السكان، وهو

ما يفسر نقص الخطط الرخيصة الموجهة إليهم ولكنه لا يفسر لماذا لا توجد تغطية متاحة على الإطلاق. وفى اقتصاد السوق الحر الذى يعمل بطريقة سليمة، ينبغى أن تزداد المكافآت التى تُمنح لكبار السن بحيث تعكس التكاليف المرتفعة للرعاية الصحية، إلا أن القائمين بالتأمين ينبغى دائمًا أن يقدموا التغطية للأشخاص الراغبين والقادرين على دفع الأسعار العالية.

إن أحد الأسباب الكبرى التى تجعل شركات التأمين التجارى تتردد بهذه الدرجة فى التأمين على المجموعات عالية المخاطر، مثل كبار السن، هو أن التأمين هو سوق الخردة ***lemons market***. ولنفكر عما يمكن أن يحدث إذا بدأت شركات التأمين فى تقديم خطط بأسعار عالية للأشخاص الذين تزيد أعمارهم عن الخامسة والخمسين مثلاً. (ولنفترض، فى هذه اللحظة، عدم وجود هيئة التأمين الصحى ***Medicare***). فمع ازدياد أعمار الأشخاص، سترتفع أقساطهم، وسيدفع هذا كثيرًا من الأشخاص الأكثر صحة، فى التخلى عن الخطط، تاركين خلفهم شركات التأمين لتتعامل مع ضعاف الصحة والمرضى فعلاً، وبهذا تهبط إيرادات شركات التأمين بالنسبة لتكاليفها، مما يرغمهم على زيادة الأسعار بدرجة أكبر، وهو ما يشجع حتى الأشخاص الأصحاء نسبيًا لترك النظام. وفى نهاية الأمر، كما فى حالة سوق السيارات المستعملة، لن تبقى إلا الخردة، وسيعانى القائمون بالتأمين من خسائر ضخمة.

إن السبب الوحيد الذى من أجله يحصل معظم كبار السن على التغطية الصحية اليوم هو وجود هيئة التأمين الصحى ***Medicare***، التى أسسها الرئيس ليندون جونسون فى يوليو ١٩٦٥. والمعلومات الخفية تخلق فشل السوق الذى لا يمكن إلا أن تتدخل الحكومة لكى تصلحه. كما أشار أكيرلوف إلى ذلك بقوله "إن من الممكن أن يكون كل شخص فى السوق راغبًا فى دفع التكلفة المتوقعة لتأمينه

الصحى وشراء التأمين، ومع ذلك لا توجد شركة تأمين يمكنها تحمّل أن تبيع له بوليصة – لأنها بأى سعر ستجتذب أعدادًا كبيرة من الخردة *lemons*[1]. إن هيئة التأمين الصحى *Medicare*، اليوم، جزء من النسيج القومى، ونفس الحجة التى تبرر وجودها يمكن عملها للتأمين الصحى الشامل.

إن معظم الأمريكيين يحصلون على التغطية الصحية من أصحاب أعمالهم. ونظرًا لأن الصحة الجيدة عادة ما تكون شرطًا مسبقًا للتوظيف، فإن الخطط الجماعية، تستبعد كثيرًا من أكثر المواطنين صحة، تاركة العاملين ذاتيًا *Self-employed*، والمتعطلين، والعمال الذين لا يقدم لهم أصحاب أعمالهم مزايا صحية للبحث عن تغطية ذاتية جنبًا إلى جنب مع المرضى والفقراء والمعوزين. وعن غير قصد، فإن وجود الخطط الصحية الجماعية قد ساعد على تحويل سوق التأمين للأفراد إلى سوق للخردة *lemons market*. وينبغى ألا يندهش أحد من ارتفاع أسعار وصعوبة الحصول على خطط الصحة الفردية، أو من أن بعض شركات التأمين ترفض ببساطة تقديم التغطية الصحية لأشخاص ذوى حالات مرضية موجودة مسبقًا. وفى أى سوق تأمين خاص، عادة ما تسعى شركات التأمين لأخذ المخاطر الجيدة أو تجنب المخاطر السيئة. والعمل عكس ذلك سيضر بأرباحهم.

إن الحكومة الفيدرالية بتقديمها التغطية الشاملة، يمكنها أن تلغى بشكل فعّال مشكلة "الخردة". وإذا تم إخبار كل بالغ بضرورة الحصول على تغطية من نوع ما، فإن الأصحاء سيمتنعون عن التخلى عن مجمع المخاطر، وسيصبح القائمون بالتأمين أكثر ترحيبًا بضم الأشخاص ذوى تاريخ المشاكل الطبية. وستظل بالتحديد كيفية إدارة الانتقال إلى التغطية الشاملة موضوعًا للمناقشة المشروعة. وفى أثناء حملة الرئاسة لعام ٢٠٠٨، اقترح السناتور أوباما إجبار الشركات التى لا تقدم

---

(1) George Akerlof, "The Market for Lemons': Quarterly Journal of Economics 84 (1970): 494

تأمينًا على أن تدفع بعضًا من تكاليف الرعاية الصحية للعاملين بها، وتقديم إجازات ضريبية لزيادة قابلية تحمل التأمين، وشجب ممارسة رفض التغطية التأمينية للأشخاص ذوى الأمراض السابقة. وبعد انتخابه، بدلاً من اقتراح خطة إصلاح من عنده، وضع الرئيس أوباما مبادئ عامة لهذا البرنامج مثل التوسع فى التغطية لغير المؤمن عليهم، وترك للكونجرس وضع التفاصيل.

وما زال يبقى لنا الانتظار حتى نرى إذا ما كان هذا النهج سيؤتى ثماره. إن الأمر الرئيسى هو إدراك أن الرعاية الصحية لا تعمل مثل صناعة الصابون أو أعمال المتعة وقضاء أوقات الفراغ، إذ أن ترك الأمور لحكم "السوق" ليس واقعيًا. لقد تمت تجربة تلك السياسة لمدة تزيد على ٥٠ عامًا، وقد تركت ٥٠ مليون أمريكى على الأقل بدون تغطية صحية. وكما أصبح معروفًا بشكل جيد الآن، فإن نظام الرعاية الصحية الأمريكى أصبح غير فعّال وبشكل مزمن. وعلى الرغم من حقيقة أن الولايات المتحدة تنفق أكثر من ضعف ما تنفقهُ على الفرد كل من كندا والمملكة المتحدة وفرنسا، فإن توقعات الحياة فى هذه البلاد أقل من هى عليه فى تلك الدول الثلاث. (وطبقًا لكتاب الحقائق العالمية لهيئة المخابرات المركزية ***CIA World Fact book*** فإن ترتيب أمريكا هو الخمسون من ناحية توقع الحياة من بين جميع الدول).

وفى عام ٢٠٠٦، بلغ إجمالى الإنفاق على الرعاية الصحية ٢ تريليون دولار أى ٢,٠٠٠,٠٠٠,٠٠٠,٠٠٠ دولار[(١)]. ويبلغ معدل الإنفاق على الرعاية الصحية نحو سُدس الناتج المحلى الإجمالى ***GDP*** للولايات المتحدة، وبحلول عام ٢٠٢٠ قد يكون ربع الاقتصاد مخصصًا لها. وليس هـــذا بالضـــرورة شيئًا سيئًا؛ إذ أن الناس سيعيشون حياة أطول، ويعطون قيمة أكبر لصحتهم عن كل شيء

(١) الإنفاق على الرعاية الصحية فى ٢٠٠٦. *National Health Spending in 2006: A Year of Change for Prescription Drugs," Health Affairs 27, no.1 (2008): 14*

آخر. وعلى أى حال، فإن الجمع بين المصروفات الهائلة والنتائج الصحية الضعيفة يوحى بقوة بإمكان إعادة تنظيم النظام للحصول على قيمة أعلى للنقود بدون الأضرار بأى فرد. وبلغة الاقتصاد الأرثوذكسى، فإنه ينبغى أن تكون تحسينات باريتون متاحة.

ومن المستغرب، أن السبب الأول فى الارتفاع الفلكى للإنفاق على الصحة هو أن التأمين الصحى يشمل معظم الأفراد، وهو ما يعنى أنهم عندما يستعملون الخدمات الصحية، لا يدفعون التكاليف مباشرة، إذ يقوم المؤمِّن بدفع قيمة الفاتورة. وكان أحد أوائل الاقتصاديين الذين أشاروا إلى أن هذا الوضع يقلب الحوافز هو كينيث أرو ***Kenneth Arrow***، الاقتصادى الأمريكى الذى قدَّم الدليل القاطع على كفاءة الاقتصادات التنافسية. ولكن وكما أشار مرارًا وتكرارًا، فإن عمله بشأن نظرية التوازن لم يأخذ مشاكل المعلومات فى الحسبان، وأحد الفروض الرئيسية لنموذج السوق الحر هو أن يكون لدى جميع الأفراد كل المعلومات التى يحتاجون إليها لصنع القرارات السليمة.

وفى إحدى المقالات التى نشرت فى مجلة الاقتصاد الأمريكى فى عام ١٩٦٣ "***The American Economic Review in 1963***" قام أرو بتقديم تفاصيل كثير من الطرق التى انحرفت بها صناعة الرعاية الصحية عن النموذج الموجود فى الكتب الدراسية: "إن أوضح الخصائص المميزة لطلب الفرد على الخدمات الطبية هو أن هذا الطلب ليس مستقرًا فى أساسه، كما هو الحال بالنسبة للطعام أو الملابس، ولكنه عادة ما يكون غير منتظم ولا يمكن التنبؤ به. إن الخدمات الطبية، بعيدًا عن الخدمات الوقائية، تحقق الكفاية فى حالة المرض، وهو انحراف عن الحالة العادية"[(١)]. وفضلاً عن هذا، فقد استمر أرو قائلاً "إن تكلفة الرعاية الطبية لا يحددها بالكامل نوع المرض الذى يعانى منه الفرد، ولكنها تعتمد أيضًا على

---

(1) Kenneth J. Arrow, "Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care," American Economic Review 53, no. 5 (December 1963): 948

اختيار الطبيب، والترحيب باستخدام الخدمات الطبية. وكثيرًا ما يلاحظ: أن انتشار التأمين الطبى يؤدى إلى ازدياد الطلب على الرعاية الطبية"[١]؛ إذ أن المؤمن عليهم من ذوى الأمراض أو التوعكات البسيطة عادة ما يسعون إلى العناية الطبية. والأطباء، الذين ليس لديهم سوى حافز أقل للاقتصاد فى الإنفاق، يطلبون كثيرًا جدًا من الفحوص ويقومون بتحويل كثير من المرضى إلى الأخصائيين. "وقد لاحظ أرو أن التأمين يزيل الحافز على جانب الأفراد، والمرضى، وأن الأطباء يقومون بالبحث عن أفضل أسعار الإقامة بالمستشفيات والعلاج الجراحى"[٢].

واتباعًا للمثال الذى أورده أرو، فإن الاقتصاديين يشيرون إلى ظاهرة تغيير التأمين لسلوك الأشخاص باسم "الخطر الأخلاقى ***Moral hazard***"، وهذه، فى نهاية الأمر، مشكلة أخرى للمعلومات الخفية؛ إذ أن القائمين بالتأمين لا يمكنهم أن يراقبوا تمامًا سلوك حاملى وثائقهم ***Policy holders***، ومن ثم يحاولون التأثير فيه بطرق أخرى. وفى حالات تأمين العواصف والزلازل، لا يمثل الخطر الأخلاقى سوى قدر صغير من الاهتمام، نظرًا لأن حاملى البوالص لا يمكنهم التأثير فى احتمالات التعويض. أما فى المجالات الأخرى فيمكنهم ذلك. وأصحاب السيارات المؤمن عليها يميلون إلى القيادة بعناية أقل، ويتركون عرباتهم بدون حراسة، وهو ما يعنى أنهم يكونون أكثر عرضة للتصادم، ولسرقة سياراتهم، كما يتجه السائقون الذين يستخدمون أحزمة الأمان إلى القيادة بسرعة أكبر، وكذلك فإن أصحاب العقارات المؤمَّن عليها ضد الحريق يكونون أقل استعدادًا لتثبيت أجهزة الإنذار بالحريق، وأجهزة إطفاء الحرائق.

وكما يوحى أرو، فإن التأمين الطبى يشجع الأشخاص الذين يعانون من الصداع النصفى على أن تكون لديهم أجهزة فحص المخ ***brain scan***، وأن يقوم

---

(١) نفس المرجع السابق، صفحة ٩٦١

(٢) نفس المرجع السابق، صفحة ٩٦٢

من يعانون من الالتهابات المفصلية البسيطة بإجراء عمليات لاستبدال الركبة. ويحاول القائمون بالتأمين تخفيف هذا السلوك الإسرافى المكلف عن طريق إدخال جوانب يقل فيها الخصم، والمدفوعات المشتركة. كما يصرّون أيضًا على شهادات مسبقة قبل زيارات الأخصائيين، وتحديد اختيارات الأطباء الذين يمكن للمرضى رؤيتهم، والاستقصاء عن المطالبات التى يدور حولها الشك، ومع ذلك فإن كل هذا لم تثبت كفايته فى تخفيض التكاليف. وإحدى الطرق لإبعاد الخطر الأخلاقى يمكن أن تكون هى الاستغناء عن التأمين الصحى، ولكن ذلك أيضًا قد يلغى المزايا التى تعود من تقاسم المخاطر، وهى شديدة الضخامة. والبديل هو أن يرفض القائمون بالتأمين أن يدفعوا مقابل العلاج والفحوص الشكلية التى لا تقدم احتمالاً بشفاء المريض. وفى المناخ التنافسى، على أى حال، فإن التمسك بشكل معين قد يكون صعبًا. وبالنسبة لأى قائم منفرد بالتأمين، هناك دائمًا إغراء بتقديم خدمات أكثر لكى يتم جذب عملاء أكثر.

ويعتقد أرو وكثير من الاقتصاديين الآخرين ممن درسوا صناعة الرعاية الصحية أن الطريقة الوحيدة الفعالة لضبط ورقابة ارتفاع التكاليف الطبية هى التحول إلى نظام تقوم فيه جهة واحدة منفردة بالدفع، حيث يمكن للحكومة تناول مشكلة الخطر الأخلاقى من خلال فرض بعض الحدود على استهلاك الخدمات الطبية. وفى مقابلة تمت عام ٢٠٠٥، قال أرو الذى كان فى الثالثة والثمانين وما يزال يركب دراجته إلى مكتبه فى جامعة ستانفورد بانتظام، إن الجدل حول إصلاح نظام الرعاية الصحية "يثبت فى نهاية الأمر، أن الحكومة أفضل من القطاع الخاص فى المحافظة على التكلفة المنخفضة اللازمة لأغراض التأمين. ولا يصدق هذا فى أى صناعة أخرى. وإذا ما كُنت تحاول مثلاً إنتاج منتجات إلكترونية فإنك قد تتمكن بصعوبة من أداء العمل بطريقة أسوأ مما لو طلبت إلى الحكومة تشغيل وإدارة هذه الصناعة. ولكن فى برنامج تأمين، يختلف الأمر"(١).

---

(١) مقابلة صحفية مع كينيث أرو أجراها جوان دوبرا. *Munich Personal Research Papers in Economics Archive, March 2005, 17.* يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
http://mpra.ub.uni-muenchen.de/967/1/MPRA_paper_967.pdf

في خارج الرعاية الصحية، ربما تكون الصناعة المالية هى الناحية التى فيها يتعرض الاقتصاد بدرجة أكبر ويخضع لمشاكل المعلومات. وفى الواقع فإن المعلومات الخفية هى السبب الأول فى وجود البنوك. ولكى أستعيد ما ذكرته سابقًا، فإن القطاع المالى يوجد ليضخ الأموال من مدخرات الأشخاص من أجل تقاعدهم، ومن فائض النقود لدى بعضهم الآخر، إلى ريادیی الأعمال ومنشآت الأعمال التى تحتاج إلى الأموال لمتابعة مشروعات منشآت الأعمال. وإذا كانت المعلومات حرة وسليمة تمامًا، فلن تكون هناك حاجة إلى وسطاء مثل البنوك؛ فإن منشآت الأعمال يمكنها أن تقترض مباشرة من المدخرين. ولكن حقيقة الأمر هى أن البنوك وغيرها من المؤسسات المالية تقدم أكثر من نصف التمويل لمنشآت الأعمال الأمريكية. (ويأتى الباقى من الأسواق المالية ومن الصناديق التى تقوم الشركات بخلقها داخليًا).

وقد تساعد إحدى التجارب العقلية السريعة فى تفسير مبدأ الوساطة المالية، إذا تصورت أن لديك ١٠٠,٠٠٠ دولار من الأموال الفائضة تريد إقراضها مقابل سعر فائدة معقول، وليكن ٥% سنويًا. فإذا قمت بالإعلان عن ذلك فى إحدى الصحف المحلية، أو فى قائمة كريجز ***Craigslist***، فإنك ستتلقى بالتأكيد كثيرًا من الاستجابات، ولكن هل ستثق فى أن تعهد بأموالك إلى أى من هؤلاء الأشخاص الذين أجابوا عليك؟ ربما لا – ولسببين جيدين. الأول هو مشكلة "الخردة": فإن جميع المقترضين المحتملين الذين وقفوا ببابك ربما كانت لديهم أفكار عملية يطلبون المال من أجلها، ولكنك لن تجد طريقة تعرف بها أولئك الذين لديهم فرص حقيقية وأولئك الذين يحتمل فشلهم، هذه المعلومات ستكون خافية عليك. والمشكلة الثانية هى الخطر الأخلاقى. فإذا افترضنا أن إحدى خطط الرياديين قد بدت لك آمنة وسليمة، وقمت بإقراض هذا الريادى ١٠٠.٠٠٠ دولار للقيام بها، فكيف يمكنك بمجرد أن حصل منك على المال أن تمنعه من استثمار فى مغامرة أكثر خطورة قد تجعل منه غنيًا، ولكنها أيضًا قد تجعل منه أكثر احتمالاً للتعثر وعدم سداد القرض؟ إن الإجابة هنا، شديدة الصعوبة.

إن المسار الأكثر حكمة هو أن تقوم بوضع أموالك فى إحدى شهادات الإيداع (*CD*)، وقبول معدل عائد أدنى قليلاً، وأن تدع البنك يتولى مشكلة المعلومات، إذ أن ذلك رغم كل شيء هو السبب في وجوده. ومن غرس علاقات الإقراض طويل الأجل مع منشآت الأعمال، تصبح لدى البنوك قدرة على تخفيف موضوع "الخردة"، والخطر الأخلاقى. والبنك الذى تجرى إدارته بطـريقة سليمة لا يقدم قرضًا قبل فحص التاريخ الائتمانى للمقترض ويقتنع بسلامة خططه للأعمال. وحتى إذا قرر البنك تقديم قرض، فإنه سيتخذ خطوات إضافية للمحافظة على أمواله. فإذا ما كان القرض عقاريًا، فإن البنك يطلب أن تكون الملكية ضمانًا. وإذا ما كانت القروض بدون ضمان، فإن البنك يتقاضى معدل فائدة أعلى، ويجعل المقترض يوافق على سلسلة من الشروط، تقيد قدرته فى الدخول فى منشآت أعمال جديدة، أو الارتباط بسلوكيات ذات مخاطر. ومع مرور الوقت، يمكن للبنك أن يراقب تصرفات عملائه، من خلال التفتيش على حساباتهم الجارية، وطلب مشاورات منتظمة. ومع كل هذه الإجراءات، فإن البنوك لا تحصل دائمًا على السداد. وفى الأوقات العادية، مع ذلك، فإن الاحتياطات التى تتخذها البنوك للتعامل مـــع المعلومات الخفية تعتبر كافية لتحقيق الربح لها أيضًا، مع ضمان تدفق الائتمان بحرية.

ومع ذلك عندما يدخل الاقتصاد فى منعطف الهبوط، تتغير الأمور. نظرًا لهبوط إيرادات المنشآت ودخول الأشخاص، ويحاول كثير منهم اقتراض أموال أكثر لكى تدعمهم وتؤازرهم. وفى هذه الظروف لا يمكن للبنوك وغيرها من المقرضين أن يحكموا عما إذا كان أولئك المقترضـــون يمثلـــون مخاطـــر جيـــدة أم سيئة. وكل ما يمكنهم معرفته هو أن أولئك الذين كانوا من بين أكثر من أصابهم منعطف الهبوط سيكونون من بين الأكثر رغبة فى الحصول على قدر أكبر من الائتمان. وهو ما يخلق مشكلة "خردة" خطيرة. وخشية أن يكون المقترضون الجدد

من الذين يحتمل تعثرهم، فإن البنوك يرتفع لديها حافز قوى للحد من الإقراض. ولكنها إذا قامت بذلك، ستحرم منشآت الأعمال من الائتمان، وستزداد شدة الهبوط الاقتصادى، وستصبح مشكلة الاختيار العكسى أكثر حدّة. وفى الظروف المتطرفة، قد يتجمد سوق الإقراض بأسره.

ومع حل مجموعة من مشاكل المعلومات، فإن البنوك تخلق غيرها، والتى تكون احتمالات حدوث أزمة الائتمان مجرد مثال واحد لها. ولما كانت البنوك لن تنشر قائمة بكافة القروض التى قدمتها، فإن العميل التقليدى للبنك لن يعرف فعلاً مدى سلامة مركز البنك. فإذا ما كانت ودائعه ليست مضمونة، سيكون لديه جميع الحوافز التى تدفعه لسحب مدخراته عند أول علامة على الاضطراب. ولما كان كل مودع فى نفس الوضع، فإن احتمال "التدافع" على البنك أمر حقيقى جدًا. وفيما بين عام ١٩٢٩ وعام ١٩٣٢، أفلس أكثر من خمسة آلاف بنك، وفى أوائل عام ١٩٣٣ كانت هناك موجة ضخمة أخرى من الإفلاس نظرًا لاندفاع المودعين فى كثير من الولايات للحصول على أموالهم. وكان هذا الذعر قد نشأ فقط عندما أعلن الرئيس الجديد فرانكلين روزفلت ***FDR***، إجازة مصرفية، قدّم فى أثنائها نظامًا فيدراليًا لتأمين الودائع. ومنذ ذلك الوقت، أصبح الاندفاع على البنوك أمرًا شديد الندرة.

يوفر نظام تأمين الودائع[(١)] وسيلة فعالة للتعامل مع مشكلة المعلومات الخفية، ولكنه يخلق خطرًا أخلاقيًا. فإذا وقع البنك فى مشكلة خطيرة، تتعهد الحكومة بالمحافظة على ودائع كل عملائها إلى حد متفق عليه، تم رفعه مؤخرًا

---

(١) الحد الأقصى للتأمين على الودائع: خلال الاضطرابات التى شهدتها وول ستريت، رفعت المؤسسة الفيدرالية للتأمين على الودائع الحد الأقصى من ١٠٠ ألف دولار إلى ٢٥٠ ألف دولار. ومفترض أن يعود الحد الأقصى إلى ١٠٠ ألف دولار مرة أخرى فى ١ يناير ٢٠١٠، إلا أن كثيرًا من المراقبين يتوقعون استمرار العمل بالحد الأعلى بشكل دائم.

إلى ٢٥٠,٠٠٠ دولار[١]. ووجود هذا المصدّ الخلفى يعطى المديرين وأصحاب البنوك حافزًا للتعامل بشكل غير مسئول. ووفقًا لما يقوله اثنان من الخبراء المصرفيين "إن البنوك يمكن أن تقدم أسعار فائدة مرتفعة إلى المودعين وبدورها يمكنها محاولة اكتساب الأموال اللازمة لدفع هذه المعدلات المرتفعة للفائدة، من خلال تقديم قروض عالية المخاطر. وبهذه الطريقة، فإن كلاً من البنوك والمودعين يمكنهم الدخول فى ممارسات مصرفية غير حكيمة، وتأمين المعرفة فى حالات عدم فعالية القروض وارتفاع المخاطر، ويقوم تأمين الودائع بحماية أصول الودائع"[٢].

وهناك الآن ثروة من الأدلة من جميع أرجاء العالم بأن تأمين الودائع يشجع البنوك على القيام بمخاطر أكبر، ويزيد احتمال حدوث الأزمات المالية. وفى الولايات المتحدة، كانت فضيحة بنوك الادخار والقروض (*S&LS*) فى أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات فضيحة من الدرجة الأولى بحق[٣]. وفى الأصل، كانت معظم بنوك الادخار أو الجمعيات ***Thrifts*** منشآت محلية ركزت على تقديم رهون المساكن لعائلات الطبقة الوسطى. وفى السبعينيات من القرن العشرين ناضل كثير من الجمعيات للعثور على مودعين، بسبب المنافسة التى كانت تلقاها

---

(١) المخاطر الأخلاقية للتأمين على الودائع: *Asli Demirguc-Kunt and Harry P. Huizinga, "Market Discipline and Depost Insurance," Journal of Monetary Ecoomics 51, no. 2 (March 2004); and James R. Barth, Gerard Caprio, Jr., and Ross Levine, Rethingking Banking Regulation: Till Angels Govern (Cambridge: Camridge University Press, 2005)*

(2) Asli Demirguc-Kunt and Edward Kane, "Deposte Insurance Aroudn the Globe: Where Does It Work?" Journal of Economic Perspectives 16, no. 2 (Spring 2002): 176

(٣) أزمة تكلفة الادخار والقروض: *Cost of savings-and-loan crisis: See Thimothy Curry and Lynn Shibut," The of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences," FDIC Banking Review.* يمكن الحصول عليها من خلال الرابط: *http://www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2000dec/brv13n2_2.pdf*

من حسابات سوق أموال البنوك، التى كانت تقدم معدلات فائدة أعلى. (لعدة عقود، كان الكونجرس يحدد أسعار الفائدة التى يمكن أن تقدمها الجمعيات). وتحت ضغط من أصحاب الجمعية المحلية وحلفائهم من الكابيتول، قام رونالد ريجان بتحرير صناعة الادخار والقروض، مما سمح للجمعيات أن تقدم أسعار فائدة أعلى، والتوسع فى إقراضها إلى النواحى الأكثر مخاطرة مثل: العقارات التجارية، والسندات الضعيفة ***Junk bonds***. وفى نفس الوقت، تم رفع الحد الأعلى للودائع المؤمن عليها فى بنوك الادخار والقروض من ٤٠,٠٠٠ دولار إلى ١٠٠,٠٠٠ دولار.

وعند توقيع قانون جارن – سانت جرمان لمؤسسات الإيداع لعام ١٩٨٢ ***Garn – St Germain Depository Institutions Act of 1982***. قال ريجان إن القانون يقدم "حلاً طويل الأجل لمؤسسات الجمعيات المضطربة". وكان ما أنتجه هو الإقراض المتهور، وسوء التقدير، والاختلاس المباشر، الذى كان أغلبه مرتبطًا بالتأرجح الشديد فى أسعار العقارات فى جنوب الولايات المتحدة ***Sunbelt***. وفى منتصف الثمانينيات من القرن الماضى، أصبح كثير من الجمعيات ***thrifts*** معسرة وينبغى أن يتم إغلاقها. ولعدة سنوات، كانت الجمعيات تستعمل قوتها الضاغطة لمنع حدوث ذلك. وفى عام ١٩٨٩، تدخل الكونجرس فى نهاية الأمر وأصدر قرار شركات الاحتكار، ***Resolution Trust Corporation***، وأعطاها سلطة الاستيلاء على الجمعيات التى تعانى من اضطراب أحوالها، وفصل مديريها، وبيع أصولها. وفى بضع سنين فقط، أفلس سبعمائة بنك من بنوك الادخار والقروض ***S&Ls***. ولم يفقد أى من المودعين فى الجمعيات، أى نقود، ولكن كانت التكلفة الإجمالية للعملية على دافعى الضرائب فى الولايات المتحدة نحو ١٢٥ مليار دولار مقابل التنظيف التام لهذه الفوضى والتراكم والاختلاط غير المنتظم.

وفى كثير من النواحى، فإن فضيحة بنوك الادخار والقروض *S&L* كانت مجرد تدريب (بروفة) لأزمة الرهون العقارية المتدنية *Subprime Crisis*. ونظرًا لأن الأخيرة، تضمنت البنوك التجارية الكبرى وكذلك شركات الرهون المتخصصة فإنها كانت أكبر كثيرًا. إلا أن الأسباب الرئيسية لكلتا المصيبتين الماليتين كانت هى ذاتها: وهو الإيمان المضلل بحرية السوق، وبالتحرير الذى كان متأثرًا بشدة بالجماعات الضاغطة من الصناعة، وازدهار عقارى غير مستدام. ومع استعراض الكارثة المفاجئة لبنوك الادخار والقروض *S&Ls* بعد عدة سنوات من وقوعها، فإن ل. ويليام سيدمان *L. William Seidman*، الذى كان رئيسًا للشركة الاتحادية لتأمين الودائع *the Federal Deposit Insurance Corporation* فى الفترة من ١٩٨٥ إلى ١٩٩١، أشار إلى درس مهم آخر علّمه لواضعى النظم واللوائح، سيتم نسيانه بعد ذلك وهو أن الاقتصاد التقليدى الأرثوذكسى لا يمكن تطبيقه على البنوك والمؤسسات المالية الأخرى. ويقول سيدمان "كما أدرك آدم سميث، فإن الأعمال المصرفية مختلفة. والنظم المالية ليست ولن تكون أبدًا نظامًا للسوق الحرة تمامًا"[1].

واتباعًا للعمل الرائد الذى قام به كل من أكيرلوف وأرو، فقد قام اقتصاديون آخرون بالتوسع فى دراسة المعلومات الخفية فى أجزاء كثيرة من الاقتصاد. وكان أحدهم هو جوزيف ستيجليتز *Joseph Stiglits*، الذى تقاسم مع أكيرلوف ومايكل سبينس جائزة نوبل فى الاقتصاد لعام ٢٠٠١. وعلى غرار بول صامويلسون، فإن أحد معلّميه فى معهد ماساتشوسيتس للتكنولوجيا (*MIT*) كان ستيجليتز قد شب فى جارى *Gary*، بولاية إنديانا، وهى إحدى مدن صناعة الصلب على بحيرة ميتشيجان. وكان والداه من مناصرى فرانكلين روزفلت *FDR* بينما كان لستيجليتز

---

(1) William Seidman, "Lessons of the Eighties: What Does the Evidence Show?" presentation at NIKKIN, Seventh Special Seminar on International Finance, Tokyo, September 18, 1996, 57

نفسه منذ سنواته المبكرة آراء ليبرالية. وفى المدرسة الثانوية كان فى فريق المناقشات؛ وفى أمهرست، وهى كلية للفنون الليبرالية فى ماساتشوسيتس، عمل رئيسًا لمجلس الطلبة. ومع انتقاله إلى معهد ماساتشوسيتس للتكنولوجيا، حيث كان متأخرًا سنة دارسية بعد أكيرلوف، جعل ستيجليتز من نفسه ولذا عبقريًا بسرعة، حيث كان يقوم بتحرير أوراق صامويلسون العلمية ويقوم بإعداد نماذج رياضية جديدة (وبعد ذلك بوقت طويل، كان صامويلسون يشير إليه باسم "جو ستيجليتز الذى يستخرج النظريات من كل المسام").

وفى وظيفة للنشر يرجع تاريخها إلى أواخر الستينيات من القرن العشرين، أسهم ستيجليتز فى نواح كثيرة من الاقتصاد، ولكن كان أكبر إسهام له وأكثره دوامًا هو إظهار مدى أهمية موضوعات المعلومات لكثير من مختلف أنواع فشل السوق؛ مثل: البطالة، وترشيد الائتمان، والانفجارات المالية. وكانت نظرته الرئيسية هى أن المعلومات ليست، كما كان يوحى هايك، مكشوفة تمامًا من خلال أسعار السوق. كما أنها ليست أيضًا، كما اقترح جورج ستيجلر وغيره من اقتصاديى جامعة شيكاغو، مجرد مدخل آخر إلى العملية الإنتاجية، مشابه للعمل أو رأس المال. إن المعلومات أكثر شبهًا بالهواء، وتوفيرها بدرجة كافية يعتبر شرطًا مسبقًا لحدوث أشياء أخرى. وعندما تنقص المعلومات، أو يتم إخفاؤها، فإن النظريات النمطية للاقتصاد، مثل نظريات أرو وديبرو، غالبًا ما لا تنطبق.

وفى محاضرته عند استلامه جائزة نوبل، قام ستيجليتز، الموجود الآن فى كولومبيا، بوضع النقطة بهذه الطريقة: "فى الواقع، إن نموذج أرو - ديبرو قد تولى تحديد المجموعة الوحيدة من الافتراضات التى فى ظلها كانت الأسواق تتصف بالكفاءة وفقا لمعيار باريتو ***Pareto***. إذ يجب أن تكون هناك معلومات كاملة"(١).

---

(1) Joseph E. Stiglitz, "Information and the Change in the Paradign in Economics," Nobel Prize lecture, December 8, 2001, 506. يمكن الحصول على المحاضرة من خلال الرابط:
http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2001/stiglitz-lecture.pdf

وبالعمل مع بروس جرينوالد ***Bruce Greenwald*** الموجود أيضًا فى كولومبيا، أصدر ستيجليتز سلسلة من الأوراق البحثية المهمة التى تبين أن الاقتصاد مع المعلومات المعيبة (الناقصة) – أى الاقتصاد الموجود خارج الكتب الدراسية للاقتصاد – لا يتسم بشكل عام بكفاءة باريتو ***Pareto***. ومن الناحية النظرية، على الأقل، يوجد دائمًا احتمال لتدخل سياسى يمكن أن يؤدى إلى تحسين الرفاهة لشخص واحد على الأقل، بينما لا يترك أى شخص فى حال أسوأ. وبدون الغرق فى التفاصيل الفنية، فإن السبب الأساسى لعدم قدرة كثير من أسواق العالم الحقيقية علــى تحقيــق الكفــاءة هــو أن المعلــومات الخفية تعمل كأحد فوائض بيجو ***Jon Pigou's Spillovers*** مثل الازدحام والتغير المناخى. إن الفوائض تقود نظام اتصالات هايك إلى إصدار الإشارات الخاطئة للأسعار. وهكذا أيضًا تفعل المعلومات الخفية.

وبحلول أواخر الثمانينيات من القرن العشرين، تم قبول النموذج الجديد الخاص بالمعلومات الخفية على نطاق واسع فى مهنة الاقتصاد. وهو يكمل ويمد نطاق التحليل الأقدم لفشل السوق الذى قدمه بيجو، وفرانسيس باتور وغيرهما، والذى قام بتغطية مشاكل مثل: سلطة الاحتكار، والفوائض والسلع العامة. وبحكم طبيعتها فإن مشاكل المعلومات ليست ظاهرة وواضحة مثل الأسعار الابتزازية، وتلوث الهواء، والمدارس المتدهورة، ولكنها ببعض الطرق تقدم أكثر من تحدٍ لكتاب السوق الحر المقدس. "إن حالات فشل السوق القديمة كانت، فى معظمها، يمكن تحديدها بسهولة وكانت محدودة المجال، وتتطلب تدخلات حكومية محددة جيدًا"(١). وكتب ستيجليتز فى كتابه الصادر عام ١٩٩٤ بعنوان "الاشتراكية الذابلة ***Wither Socialism***" والذى يبحث فيه عواقب انهيار الشيوعية: "ونظرًا لأن المعلومات دائمًا ما تكون غير كاملة – فإن الخطر الأخلاقى ومشاكل الاختيار

---

(1) Joseph E. Stiglitz, Whither Socialism? (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1994), 42-43

العكسى أنه يكون معديًا وسريع الانتشار إلى جميع أوضاع السوق - وحالات فشل الأسواق واسعة النفاذ فى الاقتصاد".

وستيجليتز، بالطبع، ديمقراطى ليبرالى معروف. وبمعايير اليوم، يمكن حتى أن يطلق عليه يسارى. وكما يمكن أن يثير شبح ميلتون فريدمان، فإن كون الأسواق غير كاملة لا يعنى أن الحكومات يمكن أن تقوم بأداء أفضل، أو أن كل الأسواق تحتاج إلى الإشراف الحكومى الدقيق. وفى تلك الأجزاء من الاقتصاد المخصصة لإنتاج السلع الاستهلاكية وتوفير وتقديم الخدمات الشخصية، مثل مجالسة الأطفال، وعمليات التجميل، وهذا النوع من الأشياء - تقوم المشروعات الخاصة بوظيفة عالية الفعالية لتقديم ما يريد الناس شراءه. وبصفة عامة، حيثما تكون لأسماء "الماركات" والسمعة التجارية أهميتها، فإنها يمكن أن تعمل على تخفيف بعض المشاكل التى تسببها المعلومات الخفية. كما أن ضمانات المنتجات وضمان رد الثمن يمكن أن يكون لها نفس الأثر. وفى مثل هذه النواحى، فإن المبدأ الاحتـــرازى والخبرة الموجودة لدى الاقتصادات المخططة توحى بترك كل شىء على حاله.

وفى كثير من نواحى الاقتصاد، على أية حال، فإن مشكلة المعلومات الخفية حادة. والأدوية والتمويل والصحة يمكن أن تقدم ثلاثة أمثلة مهمة. وقد ساند فريدمان، كما سبق أن ذكرت، الاستغناء عن وكالة الأغذية والأدوية ***FDA*** والاعتماد على شركات الأدوية كى تراقب نفسها بنفسها. وكان آلان جرينسبان، حتى عهد قريب على أى حال، يتصرف كما لو أنه سيكون سعيدًا برؤيته إغلاق لجنة الأسواق المالية والبورصات ***SEC*** وغيرها من الوكالات التنظيمية، وترك وول ستريت يتبع وسائله الخاصة. وما زال بعض النواب الجمهوريين وضيوف الندوات التليفزيونيه يساندون نظامًا خاصًا تامًا للتأمين الصحى. والاقتصاد القائم

على الواقع الذى ساعد أكيرلوف وستيجليتز وآخرون على وضعه ينبئنا بشكل واضح أن هذه أفكار سينة. نعم، إن الحلول الحكومية المقترحة لعلاج فشل الأسواق تحتاج إلى فحصها بدقة والإشراف عليها بعناية، ولكن كما لاحظ ستيجليتز فإن وجود المعلومات الخفية ينبغى أن يؤدى إلى "إزالة الانتشار الواسع لافتراض أن الأسواق هى بالضرورة أكثر الطرق كفاءة لتخصيص الموارد. وهنا نكرر، أنه لا توجد نظرية عامة يمكن أن يضع عليها المرء هذه النتيجة"[١].

(1) *Joseph E. Stiglitz, Whither Socialism? (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1994), 32*

الفصل الثالث عشر

كينز ومسابقة الجمال

لنحو أربعة عقود، كان محل هاريز *Harry's* فى مِيدان هانوفر المكان الشعبى لشرب الجن الذى يقصده العاملون فى وول ستريت. كان المحل قد افتتحه عام ١٩٧٢ هارى بولاكاكوس، وهو مهاجر يونانى كان يعمل قبل ذلك رئيسًا للندل فى محل دلمونيكوس القريب. وقد أغلق المحل لفترة منذ عدة سنوات مضت، ولكنه الآن قد عاد إلى العمل تحت إدارة بيتر ابن هارى. وفى مساء يوم الاثنين ١٩ أكتوبر ١٩٨٧، كنت قد اندفعت إلى وسط المدينة من مسكنى فى القرية *the Village*، متوقعًا أن أجد بعضًا من الأنواع التى توجد فى وول ستريت يبكون فى كنوسهم فى هذا اليوم؛ فقد انخفض مؤشر داو *Dow* ٥٠٨ نقطة من ٢,٢٤٦,٧٣ إلى ١,٧٣٨,٧٤، وهو أكبر انخفاض له فى التاريخ – ٢٢,٦%. كان البيع كثيفًا إلى الحد الذى انهارت معه نظم التداول فى بورصة نيويورك للأوراق المالية. وتوقف كثير من السماسرة عن الرد على تليفوناتهم، وقاموا بتنفيذ أوامر كانوا قد تلقوها بتأخير ساعة كاملة، تاركين المستثمرين وقد فقدوا القدرة على تحديد ما إذا كان يتم تداول الأسهم.

ولدهشتى، كان محل هاريز مزدحمًا، وكان جو المهرجان يسود المكان. وكان السماسرة والمشترون مشغولين بإهداء الصحفيين تفاصيل الانهيار. وكان النُدُل ذوو القمصان الناصعة يتناقلون الصوانى المليئة بكئوس الشمبانيا والويسكى،

كما كان المكان مملوءًا بنسوة غاية فى الروعة من أصول غير مؤكدة تحت الطلب. وكصحفى شاب من الذين يقومون بتغطية أخبار وول ستريت منذ شهرين تقريبًا، فقد كنت أسعى إلى لقاء أحد كبار المبتهجين لأسأله عما يدور فى هذا الجحيم. كان معظم أولئك الموجودين يعملون مقابل عمولة، كما فسر لى الرجل، ومع كل هذا الجنون فى البيع – بلغ حجم التداول إلى ما أصبح يطلق عليه "يوم الاثنين الأسود" حيث وصل إلى مستوى لم يعرف قبل ذلك مطلقًا – ولذلك كانوا يستمتعون بواحد من أكثر أيامهم عائدًا طيلة حياتهم العملية. وقد علمتنى هذه الليلة درسين عن وول ستريت لم أنسهما أبدًا؛ أن الأمور ليست دائمًا كما تبدو، وأن مصالح الداخليين من العاملين الماليين غالبًا ما تختلف عن مصالح المستثمرين العاديين.

وبنظرة إلى الخلف، فقد كان حجم الهبوط فى السوق ليس محل استغراب شديد ولكن فقط سرعته. كان مؤشر داو ***Dow*** قد حقق أكثر من الضّعف فى خلال ثلاث سنوات، وارتفعت الأسعار كثيرًا بما يفوق المكاسب، وقد أصدر عدد من المعلقين مثل إيلين جارزاريللى، من مؤسسة شيرسون ليهمان، ***Elaine Garzarelli, of Shearson Lehman*** وروبرت بريكتر من مجلة موجة إليوت للنظريات ***Robert Prechter of The Elliott Wave Theorist news letter*** تحذيرات بشأن البيع. ورغم ذلك، وقع الانهيار مثل الصاعقة بالنسبة لمهنة الاقتصاد. وطبقًا لافتراضات السوق ذات الكفاءة، والتى كانت عندئذ فى أوج شعبيتها، فإن التحركات الكبرى للسوق لا تحدث إلا ردًا على أنباء تكون لها تأثيراتها الرئيسية على مكاسب الشركات. ولم تكن هناك أى أخبار مثل هذه سواء قبل أو فى يوم الاثنين الأسود. وفى الأسبوع السابق، تحرك الكونجرس لإلغاء الإجازة الضريبية التى كانت ممنوحة لعمليات استحواذ الشركات؛ كما أن العجز التجارى لشهر أغسطس كان أعلى مما كان متوقعًا، وهو ما أضاف إلى دواعى القلق بأن الاحتياطى الفيدرالى قد يرفع أسعار الفائدة، ولكن لم يكن أى من هذه الأمور سيكون تأثيره أعلى من ٢٢,٦%؛ أى من الهبوط الذى حدث فى قيمة الشركات الأمريكية.

وربما كانت أكثر الأنباء ذات الصلة التى دخلت فى يوم الاثنين الأسود هى التى تهم السوق ذاته. ففى أثناء الأسبوع السابق، كانت الأسهم قد هبطت بنسبة تكاد تبلغ ١٠%، وفى يوم الجمعة وحده، هبط مؤشر داو ١٠٨ نقطة والقصة التى قدمتها مساء يوم الجمعة كان عنوانها: وول ستريت أصبح مستشفى للمجانين مع تحويل الثيران لذيولها *Wall Street Bedlam as Bulls Turn Tail*، وبدأت كما يلى "فوق مكتب تداول المجموعة لدى شيرسون ليهمان براذرز، الواقع فى المركز المالى العالمى الجديد الضخم فى مانهاتن، قام السماسرة بتعليق لافتة معدنية تحمل أسهمًا تشير إلى "قوارب النجاة"(١). وقد اقتبست قول بوب أوتول ***Bob O'Toole*** العضو المنتدب فى شركة شيرسون، "إن الثور قد مات، لقد بقيت فى هذا العمل ثلاثة وثلاثين عامًا، وهذا واحد من أسوأ التصحيحات التى رأيتها على الإطلاق".

وفى صباح يوم الاثنين، كان هناك ملايين من المستثمرين الذين سعوا للخروج من السوق معا وفى نفس الوقت، مسببين بذلك حالة اندفاع جماعى مفاجئ من الطراز القديم. وهو ما أدى إلى إنتاج برامج الحاسب أوامر بيع أكثر مع هبوط داو ***Dow*** وستاندارد أند بور ***S&P*** ٥٠٠ نقطة إلى أدنى من مستويات معينة إلى زيادة تفاقم الذعر. وقد أيد البحث، الذى تلى ذلك، النظرية التى تقول بأن الانهيار قد تولد داخليًا. وفى رد على عملية مسح قام بها روبرت شيللر ***Robert Shiller*** من جامعة ييل ***Yale*** يسألهم ما الذى كان يشغل تفكيرهم فى يوم ١٩ أكتوبر، وقد تبين أن المستثمرين المؤسسين والخواص أعطوا المرتبة العليا للأخبار التى ذكرت أن مؤشر داو ***Dow*** قد انخفض ٢٠٠ نقطة عند الافتتاح، وكانت أهم القصص التى احتلت المرتبة الثانية فى الأهمية التى ذكرها المستثمرون هى الأخبار عن الانخفاضات التى حدثت فى الأسبوع السابق. وقد سأل شيللر المستثمرين أيضا

---

(1) John Cassidy, "Wall Street Bedlam as Bulls Turn Tail,", Sunday Times (London), October 18, 1987

عما إذا كانوا يظنون أن الأسس الاقتصادية أو العوامل النفسية للمستثمرين كانت مسئولة عن الانهيار: وقرر أكثر من ٦٠% من الذين أجابوا بأن نفسية المستثمر هى التى كانت مسئولة عن الانهيار. "وهكذا يبدو أن انهيار سوق الأوراق المالية يرجع فى قدر كبير منه إلى ثغرة فى رد الفعل النفسى بين الجمهور العام للمستثمرين ابتداءً من هبوط الأسعار إلى البيع، ومن ثم يحدث هبوط أكبر فى الأسعار"، كان هذا هو ما كتبه شيللر فى عام ١٩٩٩ فى كتابه "الوفرة غير الرشيدة ***Irrational Exuberance***" "إن الانهيار فيما يبدو لم تكن له علاقة بأية أخبار عن أى شيء إلا فيما يتعلق بالانهيار ذاته، ولكن كانت له علاقات بنظريات عن أسباب المستثمرين الآخرين للبيع عما يتعلق بنفسياتهم"[١].

كان أحد المستثمرين الذين لم تصبهم الدهشة من جراء انهيار السوق المالية، أو من تفسيرات شيللر بشأنه، هو جون مايناردكينز الذى كان هو نفسه مستثمرًا ذكيًا، وكان كل يوم فى غرفته فى كينجز كوليدج ***King's College*** بكامبريدج، وبعد ذلك فى منزله فى لندن بحى بلومزبيرى ***Bloomsbury***، يتابع الصحف وآخر تقارير التداول من سريره. وفى أثناء أوائل العشرينيات من القرن العشرين، قام كينز بالمضاربة فى العملات محققًا قدرًا كبيرًا من الأرباح قبل أن يخسرها كلها مع استثماره الأساسى. وفى السنوات المتأخرة، مارس اللعب فى سوق الأوراق المالية، محققًا مبالغ ضخمة لحسابه ولحساب صندوق استثمار كينجز كوليدج، الذى كان يقوم بإدارة بعض منه. وفيما بين عام ١٩٢٤ وعام ١٩٤٦، نما صندوق الكلية من ٣٠,٠٠٠ جنيه إسترلينى إلى ٣٨٠,٠٠٠ جنيه إسترلينى، أى بمعدل عائد سنوى أكثر من ١٢% فى أثناء فترة كانت فيها الأسواق العالمية تعانى من التخريب والدمار..

---

(1) Robert J. Shiller, Irrational Exuberance, 2nd ed. (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2005), 99-100

وفى كتاب مملوء بمجموعة من الزملاء الأذكياء الذين يثيرون الضيق. كان كينـــز، المولود فـــى عـــام ١٨٨٣، له ادعاءات قوية بأنه الأول بين الأكفاء ***primus inter pares***. وكان ابنًا لأحد الاقتصاديين البارزين من كامبريدج هو جون نيفيل كينز ***John Neville keynes***، وحصل على منحة دراسية لكلية إيتون ***Eton***، أكثر مدارس إنجلترا أناقة، حيث اشترى لنفسه صدْريّة بنفسجية اللون، وانضم إلى فريق المناظرات، واستطاع أن يكتسب شهرة فى كثير من الموضوعات. وبعد أن تفوق وكان ترتيبه الأول فى امتحان المنحة الدراسية للالتحاق بجامعة كامبريدج، درس الرياضيات، وشغل نفسه فى الاقتصاد، وانضم إلى جماعة "الحواريين ***the Apostles***" وهى جماعة سرية مكونة من الرجال اللامعين فى الطبقة العليا الذين كرسوا أنفسهم للمحادثات الذكية، والتأمل والدراسات الفلسفية، وبعد تخرجه بالدرجة الأولى، بدأ كينز فى قراءة الاقتصاد قراءة جدّية، كما بدأ فى إعداد رسالة دراسات عليا عن أسس نظرية الاحتمالات. وفى عام ١٩٠٦ حصل على إجازة من الدراسات الجامعية، والتحق بمكتب الهند، وهو ذلك الجزء من الحكومة البريطانية الذى كان يتولى الإدارة فى شبه القارة. وبعد بضع سنوات غير سعيدة فى الخدمة المدنية، عاد إلى جامعة كامبريدج، حيث ساعده ألفريد مارشال فى توفير وظيفة له كمحاضر فى الاقتصاد. وقد استقر هناك، بين البقاء والرحيل، حتى وفاته فى شهر أبريل ١٩٤٦.

وطوال مدة عمله، قام كينز بتطبيق الدروس التى تعلمها فى الأسواق المالية على نظرياته الاقتصادية. وكان أهمها هو أن الاستثمار وكثيرًا من نواحى النشاط الاقتصادى الأخرى يتم القيام بها على أساس معلومات محدودة ولا يمكن الاعتماد عليها. "والحقيقة البارزة هى الخطورة المفرطة لأسس المعرفة التى تقوم عليها تقديراتنا للحصيلة المتوقعة التى يجب إنتاجها.." هكذا كتب كينز فى كتابه النظرية العامة ***The General Theory***، "وإذا تحدثنا بصراحة، فإننا يجب أن نعترف بأن

حصيلة عشر سنوات من السكك الحديدية، ومنجم نحاس، ومصنع نسيج، وشهرة لماركة دواء، وشركة خطوط جوية عابرة للمحيط الأطلسى، ومبنى فى مدينة لندن لا تكاد تبلغ قيمته سوى القليل وأحيانًا لا تكون له قيمة"[1]. لم يكن كينز يتحدث عن فترات الاضطراب والأزمات، عندما قد يتوقع أن يكون الحصول على المعلومات الصحيحة صعبًا، وفى رأيه فإن الوضع المقارب للجهل كان عادة هو الوضع السائد للأمور.

وفى مثل هذه البيئة، كما يقول كينز، يسعى المستثمرون لطمأنة أنفسهم لضمان أن الوضع الحالى سيستمر، وطوال هذا الوقت يعلمون أنه فى أى لحظة قد يتحول المستقبل المتوقع. "إن التقييم المألوف الذى يتم باعتباره التوافق النفسى لأعداد كبيرةً من الأفراد الجهلاء مُعرَّض للتغير بعنف نتيجة لتذبذب مفاجئ فى الرأى يعزى إلى عوامل لا تؤدى بالفعل إلى كثير من الاختلاف فى الحصيلة المتوقعة، ما دامت لن تكون هناك جذور اقتناع قوى للمحافظة على ثباتها"[2]، واستمر كينز يقول "إن السوق سيكون خاضعًا للمشاعر المتفائلة والمتشائمة، التى ليس لها منطق، ومع ذلك فإنها شرعية حيث لا يوجد أساس قوى موجود يمكن أن يقوم عليه حساب معقول".

وهذه الصورة للأسواق المالية التى تتحرك هنا وهناك، بدون أساس محكم، لا يمكن أن تكون مختلفة إلا بصعوبة عن التوقعات الرشيدة / افتراض السوق الكفء، الذى يفترض أن توجد فيه معلومات يمكن الاعتماد عليها عن المستقبل. إن الأحداث الفردية لا يمكن التنبؤ بها، ولكن المستثمرين يعلمون توزيعات الاحتمالات التى تقررها، ويمكنهم تكوين توقعات رياضية صحيحة. كان كينز يكتب قبل وضع

---

(1) Keynes, The General Theory, 149-50

(2) Keynes, The General Theory, 154

النظرية الحديثة للتمويل، ولكنه رفضها مقدمًا، مشيرًا إلى أن المستقبل ليس غير يقينى فقط من الناحية الإحصائية، ولكنه أيضًا ليس قابلاً للمعرفة. وباعتباره مؤلفًا لرسالة دكتوراه عن الاحتمالات، وكمدير لشركة تأمين، فإن كينز كان على معرفة جيـدة برياضيات المخاطر الاحتمالية التى كان حريصًا على تمييزها عن عدم اليقين الفعلى.

إن شركات التأمين لا يمكنها التنبؤ بالمستقبل الصحى لكل شخص يشترى منها وثيقة تأمين على الحياة، ولكنها عادةَ ما تكون قادرة على وضع أسعار لوثائقها على أساس الجداول الأكتوارية التى تبين التوزيع الشامل للوفيات البشرية بدقة قاسية. ولسوء الحظ، كما أشار كينز فإن كثيرًا من القرارات الاقتصادية ذات طبيعة واحدة فقط، ويتم اتخاذها فى أوضاع "تكون فيهـا المعـرفة الموجودة لدينا لا توفر أساسًا كافيًا لتوقع رياضى محسوب"(١). وفى عام ١٩٣٧، فى إجابته على بعض من استعرضوا كتابه "النظرية العامة ***The General Theory***" وأخفقوا فى فهم الأهمية الأساسية التى أعطاها كينز لهذه النقطة، كتب يقول: "إننا، كقاعدة، لدينا أقل الأفكار عن أكثر العواقب مباشرة لأفعالنا"، واستمر يقول "وأما بشأن المعرفة غير اليقينية فأنا لا أعنى مجرد التمييز بين ما هو معروف بالتأكيد وبين ما هو محتمل فقط... إن المعنى الذى استخدم فيه المصطلح يتصل بتوقع نشوب حرب أوروبية هو غير يقينى، أو أن أسعار النحاس ومعدل سعر الفائدة فى خلال عشرين سنة من الآن أو تقادم اختراع جديد، أو وضع أصحاب الثروات الخاصة فى النظام الاشتراكى عام ١٩٧٠. وبشأن هذه الموضوعات، ليس هناك أساس علمى يمكن بناءً عليـه تكـوين احتمـال قـابل للحساب بأى شكل من الأشكال. إننا ببساطة لا نعرف".

---

(١) نفس المرجع السابق، صفحة ١٥٢

وأعطى كينز أيضًا اعترافًا قصيرًا لفكرة شيكاغو بأنه عندما تتحول أسعار الأصول المالية عن الأسس الاقتصادية يمكن الاعتماد على المضاربين المحترفين لاستعادة الأسعار الصحيحة، وكانت النتيجة الأكثر احتمالاً، كما يجادل، هى قيامهم بإضافة سوء واختلال التسعير. وبدلاً من وضع الأموال لكى تعمل على القواعد التى يعتقدون أنها هى الأساس، يركز كثير من المستثمرين على "التنبؤ بالتغيرات بالقواعد التقليدية للتقييم لأجل يتجاوز قليلاً رؤية الجمهور العام" حتى يمكنهم تحقيق ربح سريع. وهكذا كتب كينز. "إنهم يهتمون، لا بما تساويه قيمة الاستثمار فعلاً بالنسبة للشخص الذى يشترى الاستثمار "للاحتفاظ به"، ولكن بما ستكون عليه القيمة التى يقدرها السوق، فى ظل تأثير الشعـــور النفسى العام، لمدة ثلاثة شهور أو سنة من الآن"[1]. (لو كان كينز يكتب فى عالم اليوم بمن فيه من متداولين وزخم الصناديق، ربما كان قد كتب فى خلال ثلاث ساعات أو يوم من الآن).

وعلى غرار جون فون نيومان ***John Von Neumann*** العبقرى المجرى الذى اخترع نظرية اللعبة ***Game Theory***، كان كينز يعتقد أن الألعاب المنزلية البسيطة لديها كثير مما يمكن أن يتعلمه الاقتصاديون: فهى تبرز نوعًا من التفاعلات الإستراتيجية يغيب إلى حد كبير من الاقتصاد الأرثوذكسى، ولكنه يلعب دورًا مهمًا فى الحقيقة. وقد أوضح كينز، بشأن وول ستريت، أن الاستثمار هو "معركة ذكاء". والغرض الرئيسى هو "التفوق على ذكاء الجمهور، والتخلص من الفاسد، أو إهلاك نصف كراون لمصلحة أحد الزملاء"[2]. وإذا ما تمت ترجمة كل ذلك إلى لغة اليوم، فإنها لن تكون سوى نظرية "أعظم الحمقى ***The Greatest Fool***" للاستثمار، التى جذبت قدرًا كبيرًا من الاهتمام فى أثناء فقاعة أسهم الإنترنت فى الفترة من ١٩٩٨ – ٢٠٠٠. إذ أنه وفقًا لأى أسس تقليدية للتقييم، لم تكن هناك أى

(1) Keynes, The General Theory, 154-55

(٢) نفس المرجع السابق، صفحة ١٥٥

مبررات للأسعار التى كان يتم بها تداول أسهم شركات مثل أمريكا أون لاين *America Online*، وذى جلوب دوت كوم *The Globe. Com* وبرايس لاين دوت كـــوم *Priceline.com*، ولكـــن لبضع سنوات كان يبدو أنه سيكون هناك دائمًا مشترٍ راغب.

ولإضافة نوع من التخصيص، فقد قام كينز بعقد مقارنة بين الاستثمار ومسابقات الصحف التى "يجب فيها على المتسابقين أن يختاروا ستةً من أجمل الوجوه من بين مائة صورة، وتعطى الجائزة إلى المتسابق الذى يكاد اختياره يتطابق مع متوسط تفضيلات المتسابقين بأسرهم، ومن ثَم فإن كل متسابق عليه أن يختار، ليس تلك الوجوه التى يجدها هو الأجمل، ولكن أولئك الذين يظن أنهم الأكثر احتمالاً فى اجتذاب خيال المتسابقين الآخرين، والذين هم جميعًا ينظرون إلى المشكلة من نفس نقطة النظر"[1]. إن المبدأ الأساسى لإعطاء نفسك فرصة للمكسب فى هذه المسابقة مباشرة تمامًا: "احجب آراءك الخاصة وحاول انتقاء النتيجة التى سيتفق عليها الآخرون". "إن الأمر ليس حالة اختيار أولئك، الذين طبقًا لأفضل آراء الشخص، هم فى الواقع الأكثر جمالاً، وليس حتى أولئك الذين يكونون فى رأيهم المتوسط فعلاً أنهم حقيقة الأجمل". هذا كان تفسير كينز. "لقد وصلنا إلى الدرجة الثالثة حيث نخصص ذكاءنا لاستباق ما الذى يتوقع متوسط الرأى أن يكون عليه. وهناك البعض، كما أعتقد، يمارسون الرابعة والخامسة ودرجات أعلى".

وهناك اعتراض واحد على نظرية مسابقة الجمال وهى أنه بينما قد يجرى الاستثمار مع الجمهور وينجح فى خلال فترات قصيرة، ففى الأجل الطويل، من المؤكد أن القيمة الحقيقية ستثبت نفسها، وتكافئ المستثمرين الذين يركزون على الأساسيات. وقدَّم كينز، وهو الأكثر شكًا حتى النخاع، أسبابًا عديدة عن السبب فى

---

(1) Keynes, The General Theory, 156

عدم إمكان الاعتماد على هذه النتيجة اللطيفة والعادلة حتى تتحقق. ونظرًا للاستحالة، تقريبًا، بشأن التنبؤ بالمستقبل، فإن الاستثمار الذى يقوم على حساب التدفقات النقدية، والأساسيات الاقتصادية الأخرى "أصبح صعبًا اليوم بحيث نادرًا ما يكون عمليًا"(١). وفضلاً عن هذا، فإن كثيرًا من المستثمرين المحترفين يعملون بأموال مقترضة. وعندما ينخفض السوق بشدة، كما يفعل عادة من وقت إلى آخر، فإن المستثمرين الذين يتمسكون بمراكزهم اعتقادًا منهم أساسًا بسلامة مراكزهم يواجهون احتمال طلب تغطية ***margin call*** من مقرضيهم. وإذا لم يتمكنوا من تدبير النقد اللازم لمواجهة هذه الطلبات، تتم تصفية مراكزهم. وأخيرًا، وربما كان الأكثر أهمية، هناك ضغط من النظراء. إن المستثمر الأصيل للأجل الطويل الذى يتجنب الأهواء، ويحاول السعى لتحقيق قيمة حقيقية سيلقى انتقادات من زملائه ورؤسائه. وقال كينز "لأن جوهر سلوكه الذى يقرر له أن يكون غريبًا، وغير تقليدى ومتهورًا فى أعين الرأى المتوسط. فإذا كان ناجحًا، فإن هذا سيؤكد فقط الاعتقاد العام فى تهوره، وإذا كان فى الأجل القصير غير ناجح، وهو أمر شديد الاحتمال، فإنه لن يتلقى قدرًا كبيرًا من الرحمة. إن الحكمة العالمية تعلمنا بأن من الأفضل أن تفشل السمعة بشكل تقليدى أفضل من أن تنجح بشكل غير تقليدي"(٢).

والمستثمرون المهنيون لكينز هم منطقيًا غير رشيدين: فى مراكزهم، يقلدون حركات بعضهم البعض وهو ما يعتبر معقولاً فى نظرهم. وإذا ما قاموا بشراء سلع غير مفضلة، فإنهم يخاطرون بالتأخر بعد السوق حتى تتغير المشاعر، وهو ما قد يستغرق وقتًا. وفى الأجل القصير، قد تخرج الأسعار عن خطها جنبًا إلى جنب مع الأساسيات عن الخط المرسوم، مسببة بذلك خسائر أكبر. واتباع سلوك القطيع، حتى عندما تعتقد أن الأسعار قد انفصلت عن الحقيقة والواقع، لا يمكن وصفه بأنه

---

(1) Keynes, The General Theory, 157

(٢) نفس المرجع السابق، صفحة ١٥٧-١٥٨

"خطأ فى التفكير"، وهذا ما يصر عليه كينز. "إذ أنه من غير المعقول أن تدفع ٢٥ لأحد الاستثمارات التى تعتقد أن الحصيلة المتوقعة لابد أن تبرر قيمة لا تقل عن ٣٠، إذا ما كنت تعتقد أيضا أن السوق سيقيّمه بـــ ٢٠ بعد ثلاثة شهور من الآن"(١).

كانت نظرة كينز المعادية للعالم المالى متسقة مع هجومه الشامل على الاقتصاد اليوتوبى ***Utopian economics***. وفى الحجج التى تقول بأن الأفعال الفردية الخاصة بالمصلحة الشخصية أدت إلى نتائج مرغوبة، وقع المؤمنون باليد الخفية ضحية لفكرة خادعة عن التكوين – خلطت بين المجموع والأجزاء – كما يقول كينز. وفى وقت مبكر فى عام ١٩٠٧، عندما كان كينز يعمل فى مكتب الهند، قدم كينز مثالاً ممتعا عن هذا النوع من التبرير، فقد كانت الهند حينئذ تتمتع بوضع مربح وشبه احتكارى فى تجارة الجوت، وهو نبات ذو ألياف يمكن نسجه فى شكل عبوات [جوالات]. وكان بعض التجار غير الأمناء يهددون هذه التجارة من خلال تسويقهم بطرق خفية لنوع رخيص ومتدن للجوت الذى لا يتحمل. وكان ذلك ممكنا من الناحية النظرية، كما لاحظ كينز، أن المشترين عبر البحار قد تحولوا عن الجوت الهندى، وأن التجار الكذابين سيضطرون إلى الخروج من السوق، وأن السوق الحر سيعمل على تصحيح المشكلة. أما الأمر الأكثر احتمالاً، رغم كل شىء، فكان هو أن تؤدى الضغوط التنافسية إلى إجبار تجار هنود آخرين بتقليد التجار غير الأمناء، خشية أن يفقدوا حصصهم من السوق. وكتب كينز "ومع أن الغش" – من خلال إضافة المواد غير النقية – "يتعارض بوضوح مع مصالح التجارة بأسرها، إلا أنه مع ذلك فى مصلحة كل فرد كى يمارسه"(٢). وكان الحل الوحيد، كما استنتج، هو أن تقوم الحكومة الهندية بإصدار تشريع لحماية مشترى الجوت.

---

(١) نفس المرجع السابق، صفحة ١٥٥

(2) Quoted in Peter V. Mini, "Keynes on Markets: A Survey of Heretical Views," Journal of Economics and Sociology 55, no.1 (January 1996): 100

إن تناقضات النمو، التى ذكرتها فيما سبق، تقوم على أساس فكرة خادعة أخرى للتكوين. فإذا ما بدأ الناس عند أول إشارة للهبوط الاقتصادى بزيادة مدخراتهم – من خلال الاستغناء عن تجديدات مطابخهم، وتقليل عدد مرات الخروج لتناول الطعام، وتأجيل شراء سيارات جديدة ستضطر صناعات البناء والتشييد، والمطاعم والفنادق، والسيارات إلى الاستغناء عن أعداد من العمال، وترتفع البطالة، ويصبح الناس أكثر انشغالاً بالمستقبل، كما يصبحون أكثر ترددًا فى الإنفاق. وعندما تؤخذ هذه الآثار القاتلة فى الحسبان، فإن ارتفاعًا مبدئيًا فى الادخار بمبلغ ١٠٠ دولار مثلاً يمكن أن يولِّد هبوطًا فى الإنفاق بمبلغ ٢٠٠ أو ٣٠٠ دولار. هذا هو "مضاعف" كينز الشهير، الذى يساعد على تفسير كيف يمكن للصدمات الصغيرة نسبيًا فى الاقتصاد أن تؤدى إلى حالات الركود.

وباللغة المعاصرة، فإن كينز كان يبين أن اقتصادات السوق معرضة لتغذية استرجاعية موجبة ***positive feedback***؛ إذ أن حالات الهبوط تتجه إلى التغذى على ذاتها وتتضخم مع مستوى الإنفاق المتهاوى. والطريقة الوحيدة لعكس هذه العملية هى قيام شخص ما، فى مكان ما، بزيادة الإنفاق. ولما كان المستهلكون والمنشآت لا توجد لديهم الرغبة فى القيام بهذا، لأسباب تخصهم، فإن العبء لابد أن يقع على الحكومة، فى شكل زيادة المصروفات على المشروعات والبرامج العامة الأخرى. وبهذا تكون عقيدة السياسة الرئيسية الكينزية هى: أن أكثر علاج يمكن الاعتماد عليه للكساد العميق هو حزمة ضخمة من الحوافز الحكومية.

وفى عصر كينز، واليوم، جادل بعض الاقتصاديين بأن استخدام السياسة المالية العامة ليس ضروريًا نظرًا لأن البنك المركزى يمكنه أن يخفض أسعار الفائدة ويعيد الحيوية والنشاط إلى الاقتصاد بهذه الطريقة ولكن كينز كان يشك فى تلك الحجة. إذ أن الاقتصاد عندما يدخل فى منحدر، وفقًا لما لاحظه، فإن أهل

الثراء يتجهون إلى الهرب من الأوراق المالية ذات المخاطر مثل الأسهم، والقيام بتحويل محافظهم الاستثمارية إلى نقود. وهذه الزيادة فى "الميل للاكتناز" تقصِّر دورات آلية تعافى السوق الحر، التى تتضمن هبوطًا فى أسعار الفائدة، وارتفاعًا فى الاستثمار فى الأعمال وفى العقارات السكنية، وحتى إذا قام البنك المركزى بطباعة نقود أكثر، فإن الاستجابة العادية تكون نحو الهبوط، إذ أن الناس ومنشآت الأعمال ستقوم ببساطة بالاحتفاظ بالنقد الزائد بدلاً من إنفاقه. وبهذا يجد الاقتصاد نفسه واقعًا فى "فخ السيولة" ***liquidity trap*** مع زيادات فى عرض النقود ليس لها أثر أو أثر طفيف على سعر الفائدة، أو الإنفاق. وقد أقر كينز بأن فخاخ السيولة كانت نادرة، ولكنه زعم أن أحدها قد حدث فى الولايات المتحدة فى أثناء الأزمة المالية عام ١٩٣٢ عندما انهار عدد ضخم من البنوك، "وكان يندر إمكان حث أى شخص أن يتخلى عن حيازاته من النقود مقابل أى شروط معقولة".

وعندما يبدأ الاقتصاد فى النشاط، كما حدث فى الولايات المتحدة فى جزء كبير من الفترة فيما بين ١٩٨٢ و ٢٠٠٧، كان الاقتصاديون المحافظون يرفضون حجة كينز بشأن برامج الإنفاق المضاد للتقلبات الدورية باعتبارها مثيرة للتخبط وقديمة عفا عليها الزمن. ولكن تعود الأوقات الصعبة للظهور، كما هى لا محالة فاعلة، فإن الحكومات، بغض النظر عن نزعاتها الأيديولوجية، تكاد دائمًا تستخدم الدواء الكينزى. وقامت إدارة ريجان بتقديم حزمة حفز ***stimulus package*** فى عام ١٩٨١، وقامت حكومة جورج دبليو بوش بتقديم حزمتى حفز فى عامى ٢٠٠١ و٢٠٠٨، كما قدم باراك أوباما حزمةً فى عام ٢٠٠٨. وفى الدول المتقدمة الأخرى مثل المملكة المتحدة واليابان، كان السجل هو ذاته.

وعلى الرغم من نظرته السوداء للعالم المالى، فإن كينز لـــم يكن اشتراكيًا أو راديكاليًا. وكان عضوًا مخلصًا فى الحزب الليبرالى، ومستشارًا لأجل طويل

للخزانة فى المملكة المتحدة. وقد قبل رتبة نبيل مدى الحياة من مجلس اللوردات. وفى أوقات فراغه، كان الاحتمال الأكبر أن يكون موجودا فى دار الأوبرا الملكية بدرجة أكبر من وجوده فى صفوف منع الإضراب. كان انتقاد كينز للرأسمالية يقوم على العقل وليس على العداء. وفى تحويل مستوى التحليل الاقتصادى من التحليل الفردى إلى الاقتصاد بِأسْره، وفى إعلانه عدم الثقة، مرة واحدة على الأقل، ببعض مذاهب السوق الحر شديدة التضليل، فإنه قد قدم إسهامًا رئيسيًا ليس فقط للاقتصاد ولكن للتاريخ. "لقد اختفت فكرة أن العرض يخلق الطلب الخاص به"[(١)] كان هذا ما كتبه روى هارود ***Roy Harrod*** وهو اقتصادى بارز من أكسفورد وكان الكاتب الرسمى للسيرة الذاتية لكينز، "كما أنه أيضًا قال بأن البطالة تعزى فى المقام الأول إلى عدم الرغبة فى العمل مقابل مكافأة منخفضة بالدرجة الكافية".

وقد صدرت السيرة الذاتية لروى هارود فى عام ١٩٥١. ولم تكن لديه حتى أى فكرة غامضة أن ميلتون فريدمان وآخرين من الاقتصاديين بجامعة شيكاغو سيعيدون إحياء كثير من العلاج والأدوية الخاصة بحرية العمل، وأن بعض الاقتصاديين الذين أطلقوا على أنفسهم بأنهم الكينزيون سيتبنون كثيرًا من المعتقدات الخاطئة التى شجبها كينز. وقد ثارت نزاعات مريرة حول تراثه، فى أعقاب وفاته فى عام ١٩٤٦، وما زالت مستمرة حتى اليوم. والكتاب الدراسى عن النموذج الكينزى، والمسئول عنه بصفة رئيسية كل من سير جون هيكس ***Sir John Hicks*** (١٩٠٤-١٩٨٩)، وفرانكو موديليانى ***Franco Modigliani*** (١٩١٨-٢٠٠٣)، أورد بعضا من مناقشات ومجادلات كينز بطريقة موجزة بارعة، وضم المناقشات عن السياسات التى استمرت أكثر من أربعين عامًا. ولكن عند ترجمة الصفحات الأربعمائة التى يتكون منها كتاب النظرية العامة ***The General Theory*** إلى بضع معادلات خطية ورسمين بيانيين بسيطين، فإن نموذج هيكس - موديليانى لم يوف كينز حقه بعض الشىء.

---

(1) R. F. Harrod, The Life of John Maynard Keynes (London: Macmillan, 1963), 465

وعند فحص الأثر المباشر للتغييرات فى سياسات الموازنة العامة والسياسات النقدية، لم يكن هناك ضياع كبير فى اتباع إطار هيكس - موديليانى، بل كان هناك كسب كبير فى ناحية الوضوح. ولكن عندما يصل الأمر إلى تحليل ديناميكيات الاقتصادات الرأسمالية فى خلال فترات تضم سنوات عديدة، أو أكثر، فإن هذه "الكينزية الزائفة *Bastard Keynsianism*" - والجملة تعود إلى جوان روبنسون *Joan Robinson*، والتى كانت إحدى زميلات كينز فى كامبريدج - لا تجدى مطلقًا، لأنها تتجاهل القطاع المالى إلى حد كبير، والأصول المالية الوحيدة التى كان يقبلها النموذج هى النقود والسندات الحكومية عديمة المخاطر. وبهذا يتم استبعاد كثير من النواحى التى قد يثور فيها عدم الاستقرار، مثل سوق الأوراق المالية، وأسواق السلع، وسوق الرهون. وقد خفض النموذج الرئيسى الاقتصاد الكينزى إلى حالة خاصة من نموذج السوق الحر، الذى فيه، لأسباب لم يتم تفسيرها، لا تتعدل الأسعار والأجور، لتضمن العمالة الكاملة. إلا أن كينز، كما أكد فى ورقة بحثية عام ١٩٣٧، مهتم بصفة رئيسية بجمود الأجور، التى استخدمها أساسًا كأداة تحليلية. ولكن مع كيف يعمل الاقتصاد فى بيئة لا تتقبل تخفيض انعدام اليقين بشأن المستقبل، ويسكنه أفراد لا يعلمون كثيرًا عن المستقبل، ولذا فإنهم معرضون للضغط من جانب نظرائهم وغير ذلك من العوامل البدائية مثل العامل النفسانى.

وكما يعلم كل من يدرس الاقتصاد كمادة أساسية، وكما ذكّرنا جورج أكيرلوف وروبرت شيللر حديثًا، فإن كينز قال "إن الأرواح الحيوانية" أو "الرغبة الملحة *Spontaneous urge* للعمل بدلاً من عدم العمل"[1] تلعب دورًا هامًا فى السلوك الاقتصادى. وتمسكًا بهذه الجمل، اقترح منتقدو كينز أن نظرياته تعتمد على

(1) R. F. Harrod, The Life of John Maynard Keynes (London: Macmillan, 1963), 161

عدم الرشد العام، وهذا خطأ فهى تدور حول اللا منطقية الرشيدة، والمنطقية الرشيدة على المستوى الفردى ولكنها تقود إلى نتائج غير رشيدة اجتماعيًا.

إن المنطقية ليست متغيرًا ثنائيًا، فهى موجودة فى سلسلة متصلة. فى أحد طرفيها توجد المنطقية الفائقة للحاسبات البشرية المتفوقة التى تسكن نماذج لوكاس وأتباعه، وفى الطرف الآخر يوجد السلوك غير المفكر. ومعظم الناس يشغلون الأرض الوسطى، وهى عالم صنع القرارات الهادفة ولكن المقيدة فى الوقت نفسه، بالمعلومات المحدودة، وبالإجراءات التى تكون البواعث إليها قائمة على التفكير المسبّق الدقيق وأحكام التجربة. هذا هو عالم الاقتصاد الكينزى، وبعض من الاقتصاد الأحدث القائم على الحقيقة، التى أوحى بها، ولأنى سأبحثها فى بضعة فصول تالية. لقد كتب كينز فى إحدى الفقرات التى غالبا ما يغفل عنها كثيرون فى كتابه النظرية العامة: "إننا ينبغى ألا نستنتج من هذا أن كل شىء يعتمد على الموجات النفسية غير المنطقية. إننا فقط نذكّر أنفسنا بأن القرارات الإنسانية التى تؤثر فى المستقبل سواءً أكان شخصيًا أم سياسيًا أم اقتصاديًا، لا يمكن أن تعتمد على توقعات رياضية مجرّدة، نظرًا لأن الأساس فى عمل هذه الحسابات ليس موجودًا. وأن رغبتنا الملحة الفطرية للنشاط هى التى تجعل العجلات تدور، وتجعل انفسنا الرشيدة تختار بين البدائل بأفضل ما تتيحه لنا قدراتنا، وتحسب أين يمكننا، ولكن غالبًا ما نتراجع من أجل دافعنا إلى نزوة أو شعور أو فرصة"(١).

---

(١) نفس المرجع السابق، صفحة ١٦٢-١٦٣

الفصل الرابع عشر

القطيع الرشيد

أدى يوم الاثنين الأسود إلى إشعال الاهتمام برؤية كينز للتمويل، التى كان قد تم نسيانها إلى حد كبير، على الأقل فى الولايات المتحدة. وفى شهر يونيه ١٩٩٠ نشر مقال لاثنين من الاقتصاديين الشبان من معهد ماساتشوسيتس للتكنولوجيا (*MIT*) وجامعة هارفارد هما دافيد شارفستاين *David Scharfstein* وجيريمى ستاين *Jeremy Stein* فى مجلة الاقتصاد الأمريكى *The American Economics Review* بعنوان "سلوك القطيع والاستثمار *Herd Behavior and Investment*" والذى بدأ بذكر ملاحظة ظريفة لكينز تقول "إن الحكمة العالمية تعلمنا أن من الأفضل للسمعة أن يكون الفشل بالاتفاق مع الأعراف المقررة بدلاً من النجاح مع مخالفتها"[1]. وقد مضى شارفستاين وستاين فى بناء نموذج رياضى، يبين أنه فى بعض الظروف كانت الإستراتيجية المثلى لمديرى الاستثمار أن يقوموا بتقليد أفعال الآخرين بدلاً من الاعتماد على تقديراتهم الخاصة. وكانت إقامة نموذج شارفستاين – ستاين مختلفة بعض الشيء عن مسابقة الجمال، ولكن التبرير الذى دفع إليه كان هو ذاته؛ فإذا ما ساير مدير الاستثمار رغبات الجمهور وانقلبت الأمور إلى الأسوأ، فيكون عليه تقاسم اللوم مع الآخرين، وإذا اتبع إستراتيجية مخالفة، فسيكون عليه تحمل المسئولية وحده بسبب أخطائه.

---

(1) *David S. Scharfstein and Jeremy C. Stein, "Herd Behavior and Investment," American Economic Review 80, no.3 (June 1990): 465-79*

"إن الفكرة الأساسية هى أنك إذا فعلت شيئًا غبيا، وكان كل شخص آخر يفعل الشيء الغبى نفسه فى الوقت نفسه، فإن الناس لن يظنوا أنك غبى، ولكن يكون ذلك أمرًا ضارًا بالنسبة إلى سُمعتك"[١] وفسر ستاين ذلك لى فى مقابلة معه منذ عدة سنوات مضت. "لقد تحركنا أولاً من خلال انهيار عام ١٩٨٧، إن الحكمة التقليدية التى تقودنا إلى أعلى كانت الفكرة الموجودة لدى كل شخص بأن السوق كان أعلى من قيمته"، ولكن جميع مديرى الصندوق قالوا 'إن كل الأشخاص الآخرين يتعاملون فى الأسهم، ولذا فأنا ينبغى أن أذهب للتعامل فى الأسهم، أيضًا. فإذا ما هبطت، فإننا كلنا سنهبط معًا. وإذا ما نجوت فقد أكون الشخص الوحيد الذى نجا بسرعة، وإذا أنا اعتقدت أن هذه القصة حقيقية، فإن هذا يعنى أن السوق قد ازدادت هشاشته وأصبح غير مستقر. وإذا كان كل شخص سيتصرف وفقًا لما يراه، فإنك ستجد تنوعًا فى الآراء بالسوق، وبهذه الطريقة فإن كل شخص يتبع الجماعة. فإذا تحولت الجماعة يتحول معها كل شخص"[٢].

وعقب نشر ورقة شارفستاين وستاين، قدم باحثون آخرون أدلة عملية أيدته. وبعد تحليل تعيين وفصل مديرى الصناديق فى منشآت الصناديق الاستثمارية مثل فيـديلتى ***Fidelity***، وفـرانكلين تمبلتون ***Franklin Templeton*** وت. رو برايس ***T. Rowe Price*** استنتجت جوديث شيفالييه ***Judith Chevalier*** وهى الآن بمدرسة جامعة ييل للإدارة، وجلين إليسون ***Glenn Ellison*** من معهد ماساتشوسيتس للتكنولوجيا (***MIT***) أن مديرى الصندوق الشبان الذين اتبعوا إستراتيجيات استثمارية انحرفت كثيرًا عن زملائهم كانوا الأكثر احتمالاً لفقد وظائفهم، بغض

(١) مقابلة مع الكاتب – جيرمى ستاين، فى صيف ١٩٩٨.

(2) *Fund manager performance: Judith Chevalier and Glenn Ellison, "Career Concerns of Mutual Fund Managers," National Burea of Economic Research Working Paper 6394, 1998*

النظر عن أداء صناديقهم. وهذا التهديد بالفصل أعطى حافزًا قويًا لمديرى الصناديق بالاستثمار فى القطاعات الرائجة حتى إذا كانوا يعتقدون أن قيمتها أعلى مما يجب، هذا كان ما استنتجه كل من شيفالييه وإليسون. وفى ورقة بحثية أخرى مؤيدة لنموذج القطيع الرشيد، وجد هاريسون هونج **Harrison Hong** من جامعة برنستون وجيفرى د. كيوبك **Jeffrey D. Kubik** من جامعة سيراكيوز، وآميت سولومون **Amit Solomon** الذى كان يعمل حينئذ فى **Salomon Smith Barney**، نمطًا مماثلاً فى تعيين وفصل محللى الأوراق المالية العاملين فى وول ستريت – وهم الأشخاص الذين يصدرون التنبؤات ربع السنوية عن المكاسب. والتى يعتمد عليها المستثمرون. وعند النظر إلى الفترة من عام ١٩٨٣ إلى عام ١٩٩٦، وجد الباحثون أن المحللين غير ذوى الخبرة الذين أنتجوا تنبؤات اختلفت اختلافًا كبيرًا عن إجماع الصناعة كانوا يتجهون نحو فقد وظائفهم بمعدلات أعلى. وليس من المستغرب أن يظل معظم المحللين الشباب ملازمين للتنبؤات الإجماعية. وفى نتيجة ملتوية لاحظ هونج، وكيوبك، وسولومون أن "التمسك بالجرأة والجودة لا يؤدى بدرجة ذات مغزى إلى تحسين التوقعات المستقبلية لوظيفة المحلل"[١].

وهذه النتائج، وأخرى مثلها، تضع بعض العوائق فى كفاءة الافتراض الخاص بالسوق. وفى نهاية الأمر، مع ذلك، كان ازدهار سوق الأسهم فى أواخر تسعينيات القرن الماضى، والذى ارتفع حتى بلغ حجم الفقاعة **dot. Com bubble**، التى أفقدت المستثمرين الثقة فى فكرة أن المستثمرين الراشدين لا يستثمرون أبدًا فى الأسهم التى يرون أنها أعلى من قيمتها. وكانت إحدى المصائب المبكرة لارتفاع السوق هى ما أصاب جيفرى فينيك **Jeffrey Vinik**، المدير لما كان عندئذ

---

(1) Harrison Hong, Jeffrey D. Kubik, and Amit Solomon, "Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts," RAND Journal of Economics 31, no. 1 (Spring 2003): 123

أضخم صندوق استثمار فى البلاد، فيدليتى ماجلان فند ***Fidelity's Magellan Fund***؛ ففى نهاية عام ١٩٩٥ قام فينيك بتحويل بعض النقود إلى خارج السوق ووضعها فى السندات، مكتشفا حالة خفة ونشاط "***euphoria***" بين المستثمرين. وفى أثناء الربع الأول لعام ١٩٩٦ استمرت أسعار الأسهم فى مسارها المرتفع، وتأخر صندوق ماجلان عن منافسيه. وفى مايو ١٩٩٦ استقال فينيك من صندوق فيدليتى. "وهو ما بعث برسالة هى أنه من الأفضل أن تكون مستقيمًا وإلا ستكون وظيفتك فى خطر" هكذا قال عن أفول نجم فينيك، بارتون بيجز ***Barton Biggs***، وهو أحد قدامى العاملين فى وول ستريت، الذى كان وقتئذ يعمل فى وضع إستراتيجيات السوق فى مورجان ستانلى. "لقد كان مبكرًا، وليس هناك فرق بين أن تكون مبكرًا أو أن تكون مخطئًا"(١).

إن الجنون بشأن أسهم الإنترنت يمكن ملاحظة بدايته منذ أغسطس عام ١٩٩٥، مع الطرح العام المبدئى لشركة نيتسكيب ***Netscape***، صانعة أول متصفح للمواقع (***Web browser***). وبدأت الفقاعة بحماس فى صيف وخريف عام ١٩٩٨، عندما قامت شركات مثل جيوسيتيز ***Geo-Cities***، وإى باى ***e-Bay***، وذى جلوب ***The Globe*** بالطرح فى وول ستريت. وفى البداية، ابتعد المستثمرون المؤسسيون عن أسهم الإنترنت ***dot – com stocks***، وهو ما يدل على نقص مزمن فى الإيرادات والأرباح، وكان المشترون بصفة رئيسية من المستثمرين الأفراد. إلا أن هذا التباين لم يستمر طويلاً. ومع تضاعف أسعار كثير من أسهم التكنولوجيا ثم بلوغها ثلاثة، وأربعة أمثال الأسعار، فإن مديرى الاستثمار الذين تجنبوها أصبحوا يناضلون للمحافظة على أوضاعهم مع متوسطات السوق. "وإذا كانوا يريدون أن يتفوقوا على علامات البداية ***benchmarks*** فى هذا العام"، فإن مديرى الصناديق،

---

(1) John Cassidy, Dot.com: The Greatest Story Ever Sold (New York: Harper Perennial, 2002) 122-23

"سيكون عليهم ملكية أسهم إنترنت أو أن يكونوا فى منتهى الحذق والبراعة فى اختيار أسهم أخرى"(١)، كان هذا ما قاله بريان إى. ستاك *Brian E. Stack*، مدير *MFS New Discovery Fund*، لمجلة بيزنس ويك *Business Week* فى شهر فبراير ١٩٩٩.

قامت بعض شركات صناديق الاستثمار بإنشاء صناديق خصيصا لشراء أسهم الإنترنت، بينما قام آخرون بشرائها من خلال الصناديق الموجودة. وكان أحد الذين تحولوا للاستثمار فى أسهم الإنترنت *dot – com stocks* خليفة فينيك فى صندوق ماجلان، وهو روبرت ستانسكى *Robert Stansky*. وحوالى نهاية عام ١٩٩٨، قام ستانسكى بزيادة تعرض صندوق ماجلان للتكنولوجيا، كانت أمريكا أون لاين *America On Line* قد أصبحت الصندوق ذا مبلغ ٩٠ مليار دولار وصاحب رابع أكبر حيازة، وتأتى خلف جنرال إليكتريك، وميكروسوفت و *MCI* فقط. وقد قال ستانسكى فى تقرير عن الاستثمار لعملائه "إننى ببساطة لا يمكننى أن أحلل بها قطاعات أخرى. وأقوم باستخدام بعض طرق التحليل التقليدى الأساسى، وفى نفس الوقت، أقوم بتقييم الشعور النفسى عندما يأتى الأمر إلى أسهم الإنترنت"(٢). وفى الأجل القصير، حققت إستراتيجية ستانسكى لمسابقة الجمال أغراضها، وارتفعت أسهم أمريكا أون لاين بنحو ٩٠% فى الربع الأول من عام ١٩٩٩، وساعدت ماجلان للتفوق على ستاندارد آند بور *S&P*؛ وهو ما دفع دونالد ديون الصغير *Nonald Dion Jr*، ناشر *Fidelity Independent Adviser Newsletter* للتعليق التالى: "إن الوقت قد حان الآن لإضافة بوب ستانسكى إلى قائمة المديرين الأبطال لصناديق الاستثمار بالنسبة للملايين الأربعة من الأمريكيين الذين يحملون

---

(١) مقال للكاتب فى مجلة *Business Week* ٨ فبراير، ١٩٩٩

(2) يمكن الحصول عليه من خلال الرابط: *Fidelity Magellan Annual Report, March 31, 1999*
www.secinfo.com/d1RUq.6c.htm

أسهم صندوق ماجلان. وفى خلال ١٩٩٩ كانت النقود تتدفق على ماجلان، لأن الأصول تتبع الأداء"(١). وعندما انفجرت فقاعة أسهم الإنترنت *dot-com* فى عام ٢٠٠٠، عانت ماجلان مع صناديق الاستثمار الأخرى، ولكن ستانسكى احتفظ بوظيفته، وهكذا تأكد نموذج شارفستاين وستاين. وعلى الرغم من تأخر صندوق ستاندارد آند بور *S&P Soo* لعدد من السنوات. فقد استمر ستانسكى يدير الصندوق حتى وقت متأخر من عام ٢٠٠٥.

إن فكرة السلوك الرشيد من جانب المستثمرين الأفراد يمكن أن يؤدى إلى نتيجة جماعية غير رشيدة -- فقاعة -- يرجع كثيرًا إلى الوراء. ففى كتابه الصادر عام ١٨٤١ ***Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*** "التضليل الشعبى غير العادى وجنون الجماهير"، قدم الصحفى الأسكتلندى تشارلز ماكاى قصة موجهة عن فقاعة بحر الجنوب الشهيرة فى عام ١٧٢٠، التى كانت موضوعة على وعد بثروات غير محدودة يمكن جمعها من التجارة مع المستعمرات الإسبانية فى أمريكا اللاتينية. وكان كثير من المستثمرين الذين شاركوا فى الفقاعة يعلمون جيدًا أن التجارة فى البحار الجنوبية قد جرت مبالغات بشأنها، وأن كثيرًا من شركات الفقاعة التى أصدرت الأسهم فى سوق لندن كانت شركات مخادعة، ولكنهم انتهزوا الفرصة لتحقيق ربح سريع بأى طريقة. وقد قال أحد رجال البنوك الذى اقتبس ماكاى كلامه "عندما يكون باقى العالم مجنونًا، يجب علينا تقليده بدرجة ما".

وقد تم تطبيق هذا المنطق الملتوى وإن كان مقنعًا فى أثناء فقاعة أسهم الإنترنت. ولم يكن مديرو الصناديق الاستثمارية وحدهم هم المستثمرون

---

(1) Fidelity Magellan Fund-FMAGX-Rated 'Aggressive Buy' and Vanguard 500 Index Fund-VFINX-Rated 'Buy' by FidelityAdvisor.com," Business Wire, April 1, 1999

المؤسسيون الذين حبسوا فيها. وفي مايو عام ١٩٩٩، نشرت بارونز *Barron's*، جريدة الاستثمار العالمية، وأصدرت النتائج لباناصيبها السنوى الكبير *"Big Money Poll"* التي وجهت فيها سؤالاً إلى مجموعة متنوعة من المديرين الماليين المحترفين هو: "هل يمر سوق الأسهم بفقاعة مضاربة؟"[١]. وأجابت نسبة ٧٢% بنعـــم، بينما قالت لا نسبة ٢٨% فقط، وفي قمة ارتفاع السوق، بدأت حتى صناديق المعاشات العامة، وهى المعروفة تقليديًا بأنها من أكثر المستثمرين المحافظين، بشراء أسهم الفقاعة. وفي مارس عام ٢٠٠٠، امتلك صندوق *California Public Employees Retirement System* (أعضاء نظام التقاعد لموظفي ولاية كاليفورنيا العمـــوميين) ما تناهز قيمته ٣ مليار دولار من أسهم الإنترنت، بينما امتلك صندوق معاشات ولاية نيويورك العام ما تزيد قيمته على مليار دولار من نفس الأسهم.

وقد اتضح الآن أن كثيرًا من صناديق التحوط *hedge Funds* أيضًا قد لعبت دورًا ذا مغزى في الفقاعة[٢]. والبحث الذى قام به ماركوس برونرماير *Markus Brunnermeir* من جامعة برنستون، وستيفان نيجل *Stefan Nagel* من جامعة ستانفورد يبين أن بعضًا من أكبر الصناديق مثل صندوق جورج سوروز *George Soros's Quantum Fund* وصناديق بول تيودور جونز الثاني *Paul Tudor Jones Tudor II's Tudor Funds* قامت باستثمارات ضخمة في أسهم التكنولوجيا في أثناء الفترة من ١٩٩٨ إلى ٢٠٠٠. وفي الربع الثالث من عام ١٩٩٩، حققت صناديق التحوط الثلاثة والخمسون المملوكة لكل من برونرماير *Brunnemeir* ونيجل *Nagel* أرقامًا قياسية رفعت من أوزان محافظهم في أسهم الإنترنت وغيرها من

---

(1) Lauren R. Rublin, "Pary On! America's Portfolio Managers Grow More Bullish on Stocks and Interest Rates," Barron's, May 3, 1999, 31-38

(٢) دور استثمارات صناديق المعاشات في فقاعة الإنترنت. *Pension fund investment in the Internet bubble. Eli Ofek and Mattew Richardson, "DotCom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices," Journal of Finance 57, no. 3(June 2003): 1122*

أسهم التكنولوجيا الأخرى مرتفعة الأسعار من ١٦% إلى ٢٩%. وبحلول مارس ٢٠٠٠، عندما بلغ مؤشر ناسداك ***NASDAQ*** إلى ٥١٣٢,٥٢ كانت صناديق التحوط قد خصصت تقريبًا ثلث محافظها لقطاع الإنترنت والتكنولوجيا. (كان وزن هذه الأسهم في السوق بأسرها نحو الخمس). وقد لاحظ برونرماير ونيجل "أنه من منظور الأسواق ذات الكفاءة، فإن هذه النتائج محيِّرة"[١]. فلماذا يحتفظ بعض أكثر المستثمرين خبرةً ومعرفة بالسوق بأسهم التكنولوجيا هذه ذات الأسعار المفرطة في الارتفاع؟ ولما يخصصون حصة أكبر من محافظهم لهذه الأسهم عما يخصصه المستثمرون الآخرون؟

كان أحد الاحتمالات هو أن مديري صناديق التحوط يعتقدون بصفة أصيلة بأن أسهم أمريكا أون لاين ***AOL*** تساوي أكثر من سهم تايم وارنر ***Time Warner*** وأن سهم ويبفان ***Webvan*** سيتحدى سهم وول مارت ***Wal-Mart***، وهذه الفكرة يمكن استبعادها بأمان. ففي أثناء عام ١٩٩٩، قال علنًا عديد من مديري الصناديق البارزين، بما فيهم ستانلي دروكنميللر ***Stanley Drukenmiller***، مسئول الاستثمار الرئيسي في إدارة صندوق سوروز ***Soros Fund Management***، أن الارتفاع في أسهم الإنترنت كان فقاعة. ومن الواضح أن مديري صناديق التحوط كانوا يلعبون إحدى صيغ مسابقة الجمال لكينز، محاولين عبور الفقاعة والخروج قبل انفجارها. وطبقًا لبحث برونرماير ونيجل الذي ظهر في ***The Journal of Finance*** في شهر أكتوبر ٢٠٠٤، نجح بعضهم في ذلك: "لقد وجدنا أن صناديق التحوط في عينتنا قد تنبأت بمهارة بارتفاعات كبيرة في أسهم تكنولوجيا فردية. وعلى أساس سهم مقابل سهم، بدأت في تخفيض حيازاتها قبل انهيار الأسعار، متحولة إلى أسهم التكنولوجيا التي كانت ما تزال أسعارها ترتفع، ونتيجة لذلك، اقتنص مديرو صناديق التحوط

---

(1) Markus K. Brunnermeier and Stefan Nagel. "Hedge and the Technology Bubble," Journal of Finance 59, no. 5 (October 2004): 2013 – 40

فرصة التحول إلى الارتفاع ***upturn*** ولكنها تجنبت قدرًا كبيرًا من التحول نحو الهبوط ***downturn***".

في نظرة السوق ذى الكفاءة للتمويل، كما قد تتذكر، يلعب المضاربون دورًا فى تحقيق الاستقرار، من خلال شراء الأصول المقومة بأقل من قيمتها، والبيع على المكشوف ***Selling short*** للأصول المقومة بأعلى من قيمتها؛ وهذا هو نشاط المراجحة ***arbitrage*** الذى يحافظ على ارتباط الأسعار بالأساسيات الاقتصادية ويمنع تكوّن الفقاعات. ومع ذلك ففى أثناء فترة أسهم الإنترنت، لعب المضاربون دورًا يثير عدم الاستقرار، بشراء الأسهم المقومة بأعلى من قيمتها ودفع الأسعار بعيدًا وبعيدًا جدًا عن الأساسيات. وبكلمات برونرماير ونيجل "كانت صناديق التحوط تركب الفقاعة ولا تحاربها".

لقد كان منظر المستثمرين من ذوى الخبرة العالية وهم يتعمدون المساعدة فى زيادة انتفاخ الفقاعة ذا أثر تخريبى مزدوج على افتراض كفاءة السوق، ولمشروع شيكاغو بصفة عامة. وتحول ما قيمته عشرات المليارات من الدولارات من الاستثمارات إلى خطط خداعية أدت فى نهاية الأمر إلى لا شىء. (وفى نفس الوقت، تطورت بعض شركات الإنترنت ***dot-com*** فى نهاية الأمر إلى شركات مربحة مثل أمازون ***Amazon*** وإى باى ***e-Bay***). وقد قام اقتصاد مدرسة شيكاغو على فكرة أن الرشد والمنافسة يمنعان النتائج السيئة: وفى هذه الحالة أدى الرشد فعليًا إلى تفاقم فشل السوق. وقد كتب برونرماير ونيجل "إن النتائج التى وصلنا إليها، تتسق مع وجهة النظر التى تقول بأن مشاعر المستثمرين التى كانت تدفع فقاعة التكنولوجيا، كانت قابلة للتنبؤ بعض الشىء، وأن صناديق التحوط كانت تستغل هذه الفرصة. وفى ظل هذه الظروف، فإن ركوب فقاعة الأسعار لفترة قصيرة يمكن أن يكون إستراتيجية مثالية للمستثمرين المنطقيين".

وكما حدث، فإن هذه النتيجة التى تم عرضها رسميًا قبل عدة سنوات من حدوث فقاعة الإنترنت فى سلسلة من الأوراق التى بينت مقدمًا ما أصبح يعرف بعد ذلك باسم منهج "التاجر العشوائى ***Noise Trader***" للأسواق المالية. وطبقًا لهذه النظرية، والتى تعكس أيضا تأثير كينز، يعتبر الاستثمار أساسًا لعبة تجرى بين خبراء ومغفلين. ويفترض أن الخبراء حكماء تمامًا، ويمكنهم الوصول إلى أحجام كبيرة من المعلومات وقدرة على تمحيص وغربلة الأنباء ذات المغزى من الأشياء سريعة الزوال وغير ذات المغزى، التى يشير إليها الإحصائيون "بالضوضاء". أما المغفلون فهم سذَّج ومحدودون عقليا. وفى وصف أندريه شليفر ***Andrei Shleifer***، وهو أستاذ من جامعة هارفارد لعب دورًا رائدًا فى تطوير نموذج التاجر العشوائى، "فإنهم يتبعون نصيحة الحكماء والأعلام الماليين، ويفشلون فى إجراء التنويع، ويتاجرون فى الأسهم بنشاط، ويحركون محافظهم بعنف، يبيعون الأسهم الرابحة، ويحتفظون بالأسهم الخاسرة، ومن ثم يزيدون التزاماتهم الضريبية، وهم يبيعون ويشترون بنشاط ويديرون صناديق استثمارية بتكاليف مرتفعة، ويتبعون أنماطًا ردًا على الضوضاء"(١) – ومن هنا جاء الاسم "التاجر العشوائى".

وبينما قدم شارفستاين وستاين نموذجًا رسميًا من نهج مسابقة الجمال للاستثمار، لم يقوما بتفسير السبب بشكل مقنع، عن السبب لعدم الدفع، فى وسط الفقاعة، لصناديق التحوط، وغيرها من المستثمرين الخبراء الذين اشتروا على المكشوف أسهمًا مقومة بأكثر من أسعارها، وهى التى ستهبط فى نهاية الأمر إلى قيم معقولة بدرجة أكبر. ويجيب نهج التاجر العشوائى على هذا السؤال؛ فهو يبين كيف أنه فى وجود مستثمرين سذَّج قد يكون رد فعل بعضهم على ارتفاع الأسعار هو شراء أسهم أكثر؛ لأن بيع الأسهم المقومة بأعلى من سعرها يتضمن مخاطر.

---

(1) Andrei Shleifer, Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance (New York: Oxford University Press, 2000), 10

وبدلاً من محاولة اتخاذ إجراءات لمناهضة ضروب النشاط التى يقوم بها التجار العشوائيون، والهبوط بالأسعار مرة أخرى تجاه المستويات الأساسية، فقد يكون من الأفضل الاتجار معهم. "إن المراجحة الرشيدة يمكن أن تسبب عدم استقرار أسعار السندات، وبدلاً من مقاومة الاتجاهات، فإن المستثمرين الأذكياء قد يختارون بحكمة أن ينحازوا إلى ما يبدو أنه الأوفر حظًا"(١). هكذا كتب شليفر فى كتابه "الأسواق غير الكفء" ***Inefficient markets*** الصادر عام ٢٠٠٠.

ولد شليفر ***Schleifer*** فى روسيا عام ١٩٦١، ووصل إلى الولايات المتحدة كمراهق. وبعد حصوله على شهادته الجامعية الأولى من جامعة هارفارد، حصل على درجة دكتوراه الفلسفة ***Ph.D.*** فى الاقتصاد من معهد ماساتشوسيتس للتكنولوجيا. وفى محاولة لتفسير نهج التاجر العشوائى ***noise trader***، قدم هو وزملاؤه كميات هائلة من البيانات الجبرية والإحصائية، ولكن جوهر حجتهم يمكن أن يتم إرساله بمساعدة مثال افتراضى بسيط. فإذا تصورت أننا ما زلنا فى عام ١٩٩٩، وأنك مدير أحد صناديق التحوط وأنك تقوم بتقدير ما إذا كنت ستضارب ضد سهم أمازون دوت كوم ***Amazon.com*** من خلال البيع على المكشوف (بلغ السهم خمسة أمثال قيمته فى عام ١٩٩٨ وكان يبدو من جميع النواحى أنه مقوَّم بأعلى مما يجب كثيرًا). وللقيام بعمليات التداول على المكشوف، فإنك يجب أولاً أن تجد شخصًا راغبًا فى إقراضك العدد الذى ترغبه من أسهم أمازون للبيع على المكشوف. (وهذه هى الطريقة التى يبدأ بها البيع على المكشوف: يقوم المضارب ببيع سهم لا يملكه عن طريق اقتراض بعض الأسهم ليعطيها للمشترى. ثم يعود إلى شراء السهم مرة أخرى فى السوق، آملاً أن يكون ذلك بسعر أقل، ويقوم بتسليم الأسهم إلى الطرف الذى اقترضها منه). والعثور على مقرض ليس بالأمر السهل. ففى عام ١٩٩٩، ونظرًا لأن أمازون وكثيرًا غيرها من شركات الإنترنت كانت جديدة على السوق، لم يكن لديها كثير من الأسهم المعلَّقة.

---

(١) نفس المرجع السابق، صفحة ١٧٤

وبخلاف هذا الموضوع العملى، فإنك تواجه "مخاطر التاجر العشوائى". ولنقل إنك تبيع على المكشوف عشرة آلاف من أسهم أمازون. ونظرًا لاشتعال حمى المضاربة، ولدخول أعداد أكبر من الأشخاص إلى السوق كل يوم، فإن هناك إمكانية أن أسهم أمازون، بدلاً من تراجع قيمتها إلى القيمة الأساسية، سترتفع مما يؤدى بك إلى تحمل خسائر ثقيلة. فإن هذا هو ما حدث؛ ففى أبريل ١٩٩٩ كان السهم قد ارتفع بنسبة ٨٠% أخرى وهو ما يعنى أن التداول على المكشوف قد هبط بنسبة ٨٠%، وللتأكد، فإنه يمكنك الاحتفاظ بوضعك المكشوف حتى يهبط سعر سهم أمازون فى نهاية الأمر، وهو ما حدث فى عام ٢٠٠٠.

إن مديرى صناديق التحوط، أو حتى صناديق الاستثمار يتسمون بالندرة. ومعظمهم يتم تقدير أعمالهم وكفاءتهم كل ثلاثة شهور. فإذا كانوا قد أمضوا ربع سنة سيئين، فإنهم قد يواجهون قدرًا كبيرًا من استردادات المستثمرين وفضلاً عن هذا، فإن معظم صناديق التحوط تعمل على أساس رافعة مالية ***leverage***، وهو ما يجعلها خاضعة لطلبات تغطية إذا ما ذهبت التداولات فى الاتجاه الخاطئ. وكما أشار كينز، فإن صعوبة تمويل مركز خاسر تعتبر مثبطًا له قدره بالنسبة للمضاربة وفقًا لقواعد الأساسيات. وقد أوضح شليفر هذه وألقى عليها شيئًا من الضوء، عندما كتب "إن هذه المخاطر تأتى من عدم القدرة على التنبؤ بأسعار إعادة البيع فى المستقبل أو إذا قيلت بشكل مختلف، من احتمال ازدياد التسعير سوءًا قبل أن يختفى. وحتى المراجحة التى تبدو كاملة تقريبًا من الخارج تكون فى الحقيقة محفوفة بالمخاطر، ولذا يحتمل أن تكون محدودة"(١).

---

(1) Andrei Shleifer, Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance (New York: Oxford University Press, 2000), 14-15

وعبور الفقاعة ***surfing the bubble***، من ناحية أخرى، مباشرة نسبيًا، على الأقل نظريًا. وفى ورقة بحثية واحدة، قام شليفر وزملاؤه بوضع نموذج لسوق الأسهم مقسمة إلى أربع فترات زمنية. وفى أثناء الفترة الأولى لا تحدث أشياء كثيرة، وفى الفترة الثانية تحدث مضاربات رشيدة فى أسعار المشترين، على أمل إغراء التجار العشوائيين للدخول فى السوق. وهكذا تبدأ الإستراتيجية فى العمل. ومع بداية الفترة التالية، يكون التجار العشوائيون قد رأوا الأسعار ترتفع، فيبدؤون الشراء، وهو ما يدفع الأسعار إلى أعلى. وفى هذه الأثناء، يبيع المضاربون بأسعار أعلى مما دفعوه. وفى الفترة الرابعة، تنهار الأسعار، ويعانى المغفلون من الخسائر.

والنموذج دقيق، وربما كان دقيقًا جدًا. وكما أظهرت فقاعة الإنترنت، فإن معرفة متى يتم الدخول إلى السوق، ومتى يتم الخروج منه، يمكن أن يكون أحد التحديات الرئيسية. وكانت خبرة ستانلى دراكنميللر ***Stanley Druckenmiller*** من الخبرات التى ألقت كثيرًا من الضوء بصفة خاصة فى هذا الصدد. وقد كان دراكنميللر أكثر المديرين شهرة لصندوق سوروز ***Soros's Quantum Fund***. ففى أوائل عام ١٩٩٩، قرر دراكنميللر بيع كثير من حيازاته التكنولوجية. وفى خلال الشهور التالية، تأخر صندوق ***Quantum*** عن منافسيه، وفى صيف عام ١٩٩٩ قام دراكنميللر بعكس المسير مراهنًا على نظم سيسكو ***Cisco Systems*** وغيرها من الأسهم المتصلة بالإنترنت، وقال لجريدة وول ستريت جورنال ***The Wall Street Journal*** "لقد كنا مبكرين جدًا فى طلب انفجار فقاعة الإنترنت"[١]. وكما تبين من الأشياء فيما بعد. فقد كان من الأفضل لدراكنميللر المحافظة على تقديره الأصلى، إذ أنه عندما انفجرت الفقاعة فى شهر مارس وأبريل ٢٠٠٠، خسرت صناديق سوروز ما يقرب من ٢,٥ مليار دولار بعد ذلك بقليل، واستقال دراكنميللر.

---

(1) Mitchelle Pacelle, "Soros to Appoint a CEO Afer Firm's Chaotic Year," Wall Street Journal, August 10, 1999, C1.

لو كان تجمع القطيع الرشيد عاملا كبيرًا فى الأسواق المالية، لكان ينبغى أن تظهر أسعار الأسهم والأوراق المالية الأخرى بعض الأنماط القابلة للتنبؤ. وكما شرحت فى الجزء الأول من هذا الكتاب، فإن إيوجين فاما ***Eugene Fama*** وغيره من المدافعين عن افتراض كفاءة السوق يدّعون أن الأسهم تحركت عشوائيًا، ولكنها فى خلال الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضى بزغ دليل قوى؛ أن الأمور لم تكن كذلك. وأظهر الباحثون أن الأسهم كان أداؤها أفضل فى شهر يناير عنه فى باقى الشهور الأخرى، وأن أداءها فى أيام الاثنين أفضل منه فى باقى أيام الأسبوع. كما أظهروا أيضًا أن أسهم الشركات الصغيرة ***Small cap*** يمكن أن يكون أداؤها أفضل من أسهم الشركات الكبيرة وأن الأسهم ذات القيمة ***value stocks*** – ذات الأسعار المنخفضة بالنسبة إلى توزيع الأرباح أو نسبة الأسعار إلى المكاسب – يفوق أداؤها أسهم النمو. ولتأكيد النقطة نشر بنوا ماندلبرو ***Benoit Mandelbrot*** فى أوائل عام ١٩٦٣، كما قام باحثون أيضًا بإظهار أن الحركات المتتالية فى السوق مرتبطة. وأن التحركات إلى أعلى تأتى فى مجموعات، وكذلك التحركات إلى أسفل. وأن مجرد التغيرات فى الأسعار ليست وحدها التى تعرض هذا النمط، بل إن أحجام التداول وسرعة التقلب تدخل فى الحسبان أيضًا.

وقام فاما ***Fama*** ذاته بالمشاركة فى تأليف ورقتين بحثيتين تضمان تعديلات[1]. وفى إحداهما التى نشرها جورنال أوف فرانس ***The Journal of France*** فى يونيه ١٩٩٢، بيّن هو وكينيث فرنش ***Kenneth French***، من وارتموث. أنه فيما بين عام ١٩٦٣ وعام ١٩٩٠ كانت الأسهم التى تداولها بأسعار منخفضة بالنسبة إلى قيمة الأصول المادية والثقافية للشركة (أسهم القيمة) دائمًا

---

(1) Fama update on the efficient market hypothesis: Eugene G. Fama and Kenneth R. French, "The Cross-Section of Expected Stock Returns," Journal of Finance 47, no. 2 (June 1992): 427-65

وبصفة منتظمة يتفوق أداؤها على الأسهم التى يجرى تداولها بأسعار مرتفعة بالنسبة للقيمة الدفترية (أسهم النمو). وفى ورقة أخرى وباستخدام بيانات من عام ١٩٤١ إلى عام ١٩٨٦، وجد فرنش وفاما أن أكثر من ربع القابلية للتغير ***variability*** فى إجمالى عائد السوق يمكن تفسيرها من خلال فحص حصيلة العائد المبدئى للسهم فقط. وبصفة تقريبية، فعندما يكون عائد السهم منخفضًا، تتجه الأسهم إلى الأداء السيئ فى السنوات التالية، وعندما ترتفع حصيلة العائد من السهم، يكون أداء الأسهم جيدًا فى السنوات التالية.

والاقتراح الذى ينادى بأن السوق يتبع، رغم كل شيء، بعض الأنماط القابلة للتنبؤ، أشعل شرارة مناقشة أكاديمية شغلت الاقتصاديين الماليين لأكثر من عقد من الزمان. وفى وسط هذا التخبط فى الادعاءات، والادعاءات المضادة، والادعاءات المضادة – المضادة، تبرز نتيجتان. فعلى أساس الأجل القصير – سواء أكان أيامًا، أو أسابيع وشهورًا تتجه الأسهم إلى اتباع اتجاهين: الرابحون يستمرون فى الربح، والخاسرون يستمرون فى الخسارة، ولكن فى خلال الأجل الأطول – عدة سنوات مثلاً – فإن الأسهم المرتفعة عاليًا تتجه نحو الهبوط إلى الأرض، وتنهض الكلاب وتبدأ فى النباح. ومن الناحية الإحصائية، فإن الأسهم تعرض زخمًا فى الأجل القصير والعودة إلى المتوسط الأصلى فى الأجل الطويل.

إن السلوك الرشيد للقطيع يمكن أن يساعد فى تفسير بعض هذه الأنماط. فى إحدى التمارين باستخدام بيانات من عام ١٩٦٥ وحتى عام ١٩٨٩، قام كل من ناراسيمهان جيجاديش ***Narasimhan Jegadeesh*** من جامعة إلينوى، وشريدان تيتمان ***Sheridan Titman*** من جامعة تكساس، وأوستين. بفحص كيفية عمل مدير صندوق لو كان قد قام بتنقيح حافظة استثماراته كل شهر، وشراء الأسهم التى ارتفعت فى الشهور الثلاثة وحتى الشهور الاثنى عشر السابقة وبيع الأسهم التى

هبطت فى خلال تلك الفترة[1]. وقد شرح تيتمان لى أن "إستراتيجية مطاردة الرابحين كانت نتيجتها أفضل من المتوسط، وتحقق هذا لكل فترة ثلاثة أشهر فى خلال فترة الأعوام الثلاثين الماضية. أما مديرو الصناديق الذين كانوا يشترون الأسهم التى كانت أسعارها ترتفع فقد كانوا فى حال أفضل كثيرًا من الذين لم يفعلوا"[2]. وهذه النتيجة، وغيرها التى تماثلها، لم تمض دون ملاحظة. فإن كثيرًا من صناديق التحوط لديها الآن "صناديق الزخم ***Momentum funds***" التى تشترى الأسهم التى يبدو أنها سترتفع وتحتفظ لفترات قصيرة، قد تكون عدة ساعات أو عدة أيام. وهذه الصناديق لا تقوم حتى بالتظاهر بتقدير القيم الأساسية للأوراق المالية التى يشترونها؛ إذ أنها ببساطة تتبع الجمهور، لأنها تبينت أن كثيرًا من المستثمرين الآخرين يفعلون الشىء نفسه.

إن إحياء الاهتمام بمسابقة جمال كينز لم يحدث فى فراغ؛ فقد تزامن مع سلسلة من جنون المضاربات. إذ أنه بعد الفقاعة اليابانية للعقارات والأسهم فى أواخر الثمانينيات من القرن الماضى، وفقاعة أسهم التكنولوجيا فى الولايات المتحدة، وفقاعة الإسكان فى الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦، يصبح من الصعب القول بوجه مكشوف إن أسعار الأصول دائمًا ما تعكس الأساسيات الاقتصادية، وإن اتباع القطيع لا يمثل مشكلة رئيسية. وانتهى الأمر إلى فقدان الثقة فى فرضية كفاءة السوق، بل إن بعض مروِّجيها الأصليين يُقرُّون بأنها قد تم الإفراط فى مديحها والثناء عليها. وفى إحدى المقالات التى ظهرت فى ***The Journal of Economic Perspectives*** كتب بيرتون مالكييل ***Burton Malkiel***، مؤلف كتاب "نزهة عشوائية

---

(١) ورقة بحثية ***Jegadeesh and Titman model: Narasimhan Jegadeesh and Sheridan Titman, "Momentum," Working Paper, October 23, 2001*** يمكن الحصول عليها من خلال الرابط: ***http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=299107***

(٢) مقابلة للكاتب مع شيريدان تيتمان فى صيف عام ١٩٩٨

فى وول ستريت" ***A Random Walk Down Wall Street*** "إن الاتجاهات غير السليمة فى التسعير بل وحتى الأنماط القابلة للتنبؤ بها فى عوائد الأسهم يمكن أن تظهر بمرور الوقت بل وتستمر لفترات قصيرة"(١). وفى أثناء فقاعة أسهم الإنترنت، فقد أقر مالكييل "أن سوق الأسهم ربما يكون قد فشل مؤقتًا فى دوره كمخصص كفء لرأس المال". ومن حسن الحظ أن مالكييل أضاف، أن مثل هذه الأحداث العارضة كانت "الاستثناء ولم تكن القاعدة". ولكن توقيت مقالة مالكييل ربما كان متأخرًا قليلاً. فقد نشرت مقالته فى عام ٢٠٠٣ وذلك فى الوقت الذى كانت تتكون فيه فقاعة الإسكان.

أدى انتشار فقاقيع المضاربة أيضًا إلى إحياء اهتمام الاقتصاديين بعلم النفس، وخاصة علم نفس الجماهير. بينما كانت اللا منطقية الرشيدة للداخليين فى وول ستريت، فى شكل سلوك مسابقة الجمال تلعب دورًا مهمًا فى خلق واستدامة الفقاعات، وهى لا تفسر سلوك ملايين المستثمرين العاديين – التجار العشوائيين – الذين يدخلون للشراء فى قمة ارتفاع السوق. ولفهم ما الذى جرى فى داخل عقل أحد من قاموا باستثمار بعض من مدخراتهم فى خطة (***K***) ٤٠١(*) فى أسهم الإنترنت فى أثناء عام ١٩٩٩، أو ممن اقترضوا مبالغ كبيرة لشراء منزل جديد فى عام ٢٠٠٦ كان من الضرورى النظر فى مجموعة من العوامل النفسية المتنوعة التى أهملها الاقتصاديون، مثل قصر النظر ***myopia*** والثقة الزائدة، وضغوط النظراء. وفى علم النفس التجريبى، هناك تاريخ طويل فى دراسة هذه الظواهر.

وفى أوائل الخمسينيات من القرن الماضى، كان أحد علماء النفس، سولومون آش، من كلية سواثمور ***Solomon Asch, Swarthmone College,*** قد دعا

---

(1) Burton G. Malkiel, "The Efficient Market Hyphothesis and Its Critics," Journal of Economic Perspective 17, no. 1 (Winter 2003): 59-82

(*) انظر بداية الفصل السابع (الهامش).

بعض الطلبة الذكور للاشتراك فيما وصفة بـــ"اختبار رؤية ***vision test***". وعندما تجمع الشبان فى غرفة الدراسة سأل أحد المدرسين سبعة من تسعة منهم فى نفس الوقت أن يقارنوا بين أطوال خطوط مستقيمة، وعرضها عليهم على لوحتين كبيرتين بيضاويتين. وكان على إحداهما خط أفقى واحد، وعلى الأخرى كانت هناك ثلاثة خطوط أفقية، أحدها كان يساوى نفس الخط المرسوم على اللوحة الأولى، ودار المدرّس حول الغرفة، يسأل كل طالب بعد الآخر كى يحدد أى الخطوط الثلاثة على اللوحة الثانية، يساوى الخط المرسوم على اللوحة الأولى. وتكرر الاختبار ثمانى عشرة مرة، وفى كل مرة بلوحتين مختلفتين.

كان اختبار النظر سهلاً. فقد كانت الخطوط مرسومة بحيث تكون واضحة فورًا وما هو الخط على اللوحة الثانية الذى يساوى الخط الموجود على اللوحة الأولى. ولكن فى كل مجموعة، كان هناك واحد فقط من الطلبة يعتبر متطوعًا أصيلاً. ولما كان آش المجهول الأكثر بالنسبة لهذا الشخص، فقد قام آش بتعيين كل الآخرين وأخبرهم كيف يجيبون على الأسئلة. وفى ست من المحاولات الثمانى عشرة، اختاروا الخط على اللوحة الثانية الذى يساوى نفس طول الخط المرسوم على اللوحة الأولى. ولكن فى المحاولات الاثنتى عشرة، قام ممثلو آش كلهم بالإجابة الخطأ ذاتها، واختاروا خطًا كان من الواضح أنه ليس من نفس الطول. وأدى هذا الموقف إلى وضع الأصيل فى موقع سمج "إننا وضعنا عليه قوتين متضادتين وكان عليه أن يجملهما؛ الدليل الذى تهديه إليه مشاعره والرأى الإجماعى لمجموعة من نظرائه"(١) هذا ما قاله آش. "وكان يجب عليه أيضًا أن يعلن تقديره على الملأ علانية، قبل أن تكون الأغلبية قد أعلنت موقفها علانية أيضًا".

---

(1) Solomon Asch, "Opinions and Social Pressure," Scientific American 193, no. 5 (November 1955): 32

وقد أجريت التجربة بمشاركة من أكثر من مائة متطوع، فى ثلاث كليات مختلفة. وقد حافظ نحو الربع من الخاضعين للتجربة على استقلالهم، واختاروا الخط الصحيح فى كل مرة. أما الباقى فقد خضعوا للأغلبية على الأقل فى إحدى المحاولات، واختاروا الخط الخطأ. وقد أعطى بعض الخاضعين للتجربة الإجابة الخطأ فعليًا فى كل مرة، متجاهلين تمامًا الدليل الموجود أمام أعينهم. وفى الاختبارات العادية للنظر من هذا النوع، يكون معدل الخطأ واحدًا فى المائة. وعندما قام آش ***Ach*** بتغيير أطوال الخطوط ليجعل الإجابة الصحيحة أكثر وضوحا، لم يحدث هذا أى اختلاف. وقال آش "بل حتى عندما كان الفرق بين الخطين سبع بوصات، كان ما زال هناك بعض من خضعوا لخطأ الأغلبية"[1].

وفى مقابلات المتابعة مع آش، أساء من خضعوا للتجربة وأعطوا إجابات خاطئة بقدر عدد المرات التى قاموا فيها بذلك إلى حد كبير، مُوحين بذلك بأنهم كانوا يخدعون أنفسهم أو أن وجودهم فى أقلية لا تزيد عن واحد قد أضعف فعلاً إبصارهم. وقال بعضهم إنهم قد شكوا فى أن الأشخاص الآخرين فى مجموعاتهم كانوا يتصرفون كالنعاج، وينقلون إجاباتهم من الآخرين. وقال آخرون إنهم سرعان ما توصلوا إلى أن الأغلبية على صواب، ومن ثم حاولوا إخفاء عيوبهم عن طريق الاندماج مع الجمهور. "إن التوافق لكى يكون منتجًا يتطلب إسهام كل فرد بصفة مستقلة بناءً على خبرته وبصيرته"[2] كما استنتج آش. "أما إذا كنا وجدنا اتجاهًا إلى التوافق قويا فى مجتمعنا بحيث إن الشبان ذوى الذكاء المعقول وحسن القصد على استعداد لأن يصفوا الأبيض بأنه أسود فإن هذا أمر يدعو إلى الاهتمام والقلق".

---

(1) Solomon Asch, "Opinions and Social Pressure," Scientific American 193, no. 5 (November 1955): 34

(٢) نفس المرجع السابق. صفحة ٣٥

وحديثًا، ظهر أن الرغبة فى التواصل مع الجمهور لها أساس عصبى ***Neurological***، وقد قام فريق من الباحثين بقيادة جريجورى س. بيرنز ***Gregory S. Burns*** عالم طب الأعصاب في جامعة إيمورى ***Emory Unv*** بتنفيذ إحدى صيغ تجربة آش ***Asch*** وسألوا فيها مجموعة من المتطوعين الذين كانوا جميعًا فيما عدا أحدهم من الممثلين الثانويين وذلك لكي ينظروا فى أزواج من الأشياء ثلاثية الأبعاد ويقولوا ما إذا كانت هذه الأشياء متماثلة أو مختلفة. وكان بعض الأشياء معروضًا من زوايا مختلفة(١). ومن ثم فإن الإجابات لم يكن من المتوقع أن تكون بنفس الوضوح كما فى تجربة آش، ولكن عندما سئل الأشخاص الأصليون الخاضعون للتجربة بدون أن يتم إطلاعهم على الإجابات التى قدمها الآخرون فى المجموعة، كانوا دائمًا، وفى معظم الحالات، يعطون الإجابات الصحيحة. وعلى أى حال، عندما أُخطر الخاضعون للتجربة بالإجابات التى قدمها الآخرون، غالبًا ما تبعوا الجمهور وأعطوا إجابات خاطئة: وفى الواقع قفز معدل الخطأ عندهم إلى ٤١%.

وقد أكد دليل التوافق النتائج التى وصل إليها آش ***Asch***. أما الذى كان مختلفًا فى هذه الحالة فهو أن الخاضعين للتجربة كانوا فى داخل آلات تصوير الرنين المغناطيسى (***f MRI***) بينما كانت إجابات المشاركين الآخرين تعرض عليهم على شاشة صغيرة. وكانت بعض بيانات التصوير من هذه التجارب مثيرة. وعندما وافق الخاضعون مع الجماعة، وقدموا إجابات خاطئة، بينت أمخاخهم نشاطًا أكبر كثيرًا فى القشرة البصرية ***Visual cortex*** وفى ناحية أخرى من المخ مرتبطة بالوعى المكانى والإدراك الحسى، وهو التجويف البين جدارى الأيمن (***right intraparietal sulcus***). وعندما قاوم الخاضعون للتجربة إغراء اتباع القطيع، كان

---

(١) تأكيد بيرنز على تجربة آش: ***Gregory S. Berns et. al., "Neurobiological Correlate of Social Conformity and Independence During Mental Rotation." Journal of Biological Psychology 58 (2005): 245-53***

هناك نشاط مرتفع فى لوزة الحلق (*amygadla*)، وهو ما يصاحب عادة تضاعف العواطف والأحاسيس. وهذه النتائج التى ظهرت فى جريدة الطب النفسى الأحيائى ***The Uournal of Biological Psychiatry*** فى عام ٢٠٠٥، بدا أنها توحى بأنه عندما يوافق الأشخاص مع مجموعة فإنهم لا يقومون بمجرد اتخاذ قرار ملائم؛ بل إن ضغط النظراء يجعلهم فعلاً يرون العالم بصورة مختلفة.

وعلى أساس التجارب المماثلة لهذه، فقد يكون من المغرى النظر إلى المشاركين فى فقاعات المضاربة باعتبارهم مجموعة من القوارض (اللاموس ***lemmings***) تتجه نحو صخرة. ولكن حتى هذه القوارض ليست بدرجة الغباء التى قد تظهر عليها. (أظهرت البحوث الحديثة أنها لا ترتكب الانتحار الجماعى، كما كان يعتقد قبل ذلك) وفى عام ١٩٥٣ قام عالما نفس من جامعة نيويورك ***NYU*** هما مورتون دويتش ***Morton Deutsch*** وهارولد جيرارد ***Harold Gerard***، بتكرار اختبار رؤية آش ***Asch*** مع اختلاف طفيف فى الوضع. فى هذه المرة لم يلتق الخاضعون للتجربة بالأعضاء الآخرين من مجموعتهم، ولم يكن عليهم الإجابة علنًا، وكل ما كان عليهم هو ضغط أحد الأزرار. وعلى أى حال، فإنهم قبل أن يدلوا بإجاباتهم أخبرهم المعلمون (وكثيرًا ما يخطئون) بالإجابات التى أدلى بها الأشخاص الآخرون فى المجموعة. وإذا كان الضغط نحو التوافق هو السبب الرئيسى لنتائج آش ***Asch***، فإن الخاضعين للتجربة فى هذه المجموعة، الذين لم يكونوا تحت مثل هذا الضغط كان ينبغى أن يدلوا بالإجابة الصحيحة. وبالمقارنة مع تجربة آش ***Asch***، فإن معدل الخطأ انخفض. ولكن ليس كثيرًا. (كان ٢٣%. وفى محاولات آش ***Asch*** كان الرقم ٣٧%).

ما هو التفسير؟ استنتج دويتش وجيرارد أن كثيرًا من الذين خضعوا لتجاربهم قد أعطوا عمدًا إجابات خاطئة لأنهم ببساطة لم يعتقدوا أن كل شخص

آخر كان مخطئًا. وبدلاً من الوثوق بالدليل الذى تقدمه لهم عيونهم، قاموا بالاعتماد على التقديرات الخاطئة للآخرين "ليس من المستغرب أن حكم الآخرين (وخاصة عندما يتوقع أن يكون لديهم الدافع والكفاءة للحكم والتقدير الصحيح) ينبغى أن يؤخذ دليلاً ويجب أن يؤخذ وزنه للوصول إلى تقدير الشخص"(١) هكذا كتب دويتش وجيرارد. "ومنذ الميلاد وما يليه، نتعلم نحن أن الإدراك الحسى وتقديرات الآخرين كثيرًا ما تكون مصادر يوثق بها كأدلة على الحقيقة. ومن ثم، فمن المتوقع ، فأن كل واحد يتجه إلى إعادة فحص رأيه ووجهة نظره وكذلك آراء ووجهات نظر الآخرين ليرى إذا ما كان يمكن التوفيق فيما بينها".

ويشير الاقتصاديون إلى هذا الاتجاه الخاص ليستنتج معلومات من أفعال الآخرين بمصطلح "التعلّم الاجتماعى". وإذا ما أخذت فى اعتبارك الخيارات التى تواجه شخصًا جائعًا وجد أمامه مطعمين فتحا أبوابهما أمامه، أحدهما بجوار الآخر، ولم يجتذب أى منهما أى عملاء. فإن الشخص لن يعرف أيًا منهما يختار، ولذلك يلجأ إلى قذف العملة فى الهواء. والآن لننظر إلى الجائع التالى العابر للطريق، فهو أيضًا، ليس لديه سوى معلومات ذاتية قليلة للاعتماد عليها، ولكنه يرى شخصًا يجلس فى أحد المطعمين، وهنا يفترض أن هذا الشخص يعرف ما يفعل، وهكذا يتبع الشخص الثانى من سبقه، والآن هناك عميلان فى أحد المطعمين ولا أحد فى الآخر. وهكذا فإن العميل المحتمل التالى سيكون لديه حافز قوى ليتبع العميلين الأولين. وهكذا العملاء الرابع والخامس والسادس. ونظرًا لمنطق التعلم الاجتماعى فإن أحد المطعمين، من خلال الحظ وحده سينتهى به الأمر وقد شغلت جميع أماكنه، بينما يستمر الآخر خاليًا.

---

(1) Morton Deutsch and Harold Gerard, "A Study of Normative and Informational Social Influences upon Individual Judgment," Journal of Abnormal and Social Psychology 51 (1955): 635

وهذا المثال ليس حقيقيًا إلى حد ما، ففى عملية الاختيار بين البدائل عادة ما يقوم الفرد بالحصول على بعض المعلومات الموثوق بها على الأقل بنفسه لكى يذهب إلى المكان. وعلى أى حال، ففى إحدى المقالات التى نشرت فى جريدة *The Journal of Economic Perspectives* فى عام ١٩٩٨ قام كل من سوشيل بيكتشانداني *Sushil Bikhchandani* من جامعة كاليفورنيا، وإيرفين *Irvine* وأيفو ويلش *Ivo Welch* من براون *Brown* بعرض أن هذا لا يهم بالضرورة. وطالما أن المعلومات الخاصة لا يوثق بها كلها، فإن متخذى القرار ذوى الرشد سيأخذون فى الحسبان أفعال الأشخاص الآخرين، وإمكانية وصولهم إلى معلومات أفضل. وبالتالى، فإنه فى كثير من الأحوال، ينتهى كل فرد إلى فعل الشىء ذاته.

ويشير الاقتصاديون إلى هذه العملية بمصطلح "شلال المعلومات *Information cascade*" وفى العالم الواقعى سواء كان تكوّن الشلال يعتمد إلى حد كبير على الدقة المنتظرة فى المعلومات العامة أو الخاصة. وفى كثير من الصناعات مثل سوق السيارات الجديدة، فإن المعلومات الخاصة عادة ما تكون مفيدة، وقبل شراء السيارة يمكن للمشترى أن يأخذها فى قيادة اختبارية، ولكن لا شىء أكثر من هذا. ومنظر شخص آخر وهو يقود سيارة معينة عـــادة ما يكـــون مُوجبًا، ولكـــن لا شىء أكثر من هذا. وفى أسواق مثل هذه، فليس من المحتمل أن تتدفق شلالات. وأسواق المضاربات شىء آخر. فعند تقدير قيمة الأسهم أو السلع، مثلاً، يكون المستثمر العادى على شاطئ البحر. وعندما يرى سعر أسهم التكنولوجيا أو أسعار أسهم الطاقة ترتفع، فإنه نادرًا ما يُستغرب إذا ما كان سيمكنه التخمين بأن المستثمرين الآخرين يعملون أكثر مما يعمله.

إن نظرية شلالات المعلومات، مع ذلك، تقدم مثالاً آخر للكيفية التى يؤدى بها السلوك المتعمد والهادف من جانب الأفراد إلى نتائج جماعية غير رشيدة. وكما

يؤكد هايك ***Hayek*** فإن الدور الرئيسي للسوق الحر هو تشفير ***encode*** المعلومات وإرسال إشارات بها إلى المشترين والبائعين. وبمجرد أن يبدأ الشلال "يتوقف تراكم المعلومات العامة"[١] وقد أشار إلى هذا كل من بيكتشانداني وهير شليفر وويلش. "إن الرجحان المبكر تجاه الاتباع أو الرفض" لخيار واحد "بسبب تجاهل الأفراد التالين لإشاراتهم الخاصة، التي بهذا الشكل لا تصل أبدًا إلى مجمع المعرفة العامة". وفي مثل هذا الوضع، تكون النتائج الاقتصادية تحكمية أساسًا. إن المنتجات الجيدة هي التي تربح دائمًا في السوق، ولكن هذا قد ينطبق أيضًا على المنتجات المتدنية. وأسواق الأسهم، وغيرها من الأسواق المالية التي قد تلتزم بالأساسيات الاقتصادية، وهي الأكثر احتمالاً في الخضوع لفقاعات وانهيارات متكررة. وكل هذا نتاج للمنطقية الفردية.

---

(1) Sushil Bikhchandani, David Hirshleifer, and Ivo Welch, "Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades," Journal of Economic Perspective 12, no. 3 (Summer 1998): 155

الفصل الخامس عشر

علم النفس يعود إلى الاقتصاد

فى بريطانيا القرنين الثامن عشر والتاسع عشر، كان الاقتصاد وعلم النفس فرعين من نفس المادة: الفلسفة الأخلاقية. وكأستاذ للفلسفة الأخلاقية طاف آدم سميث باتساع على التمويل والأمور المتعلقة بالعقل. وقبل أن يقوم بكتابة مؤلفه ثروة الأمم ***The Wealth of Nations***، كان قد أصدر كتابًا مهمًا آخر هو "نظرية المشاعر الأخلاقية ***The Theory of Moral Sentiments***، الذى جادل فيه بأن صنع القرار الإنسانى يمكن تقسيمه إلى حقلين: أحدهما يتضمن الأحاسيس مثل الخوف، والغضب، والحب والتى أشار إليها سميث باسم "العواطف" ***Passions***، ويضم الحقل الآخر المنطق، "المشاهد المحايد ***The Impartial Spectator***" ويعكس جزء من الحياة اليومية والنضال العقلى بين الرغبة العاطفية للإشباع المباشرة والحاجة العملية للتخطيط طويل الأجل، كما قال سميث. "وهناك بعض الأوضاع التى تلقى بثقل قاسٍ على الطبيعة البشرية بأن أعظم درجات الحكم الذاتى لا يمكنها أن تخمد، تمامًا، صوت الضعف البشرى، أو تخفيض عنف العواطف إلى مستوى الاعتدال، الذى يمكن للمشاهد المحايد أن يدخل كاملاً فيه"(١).

إن فكرة تقسيم النفس ترجع، على الأقل، إلى الفيلسوف الإغريقى أفلاطون. وكما عمل سميث على تفسيرها، فقد قام بتحديد عديد من السمات العقلية الأخرى

---

(1) Adam Smith, Theory of Moral Sentiments (London: Henry G. Bohn, 1853), 22

التى تجاهلها الاقتصاديون فيما بعد، بما فى ذلك عدم القدرة على التركيز على النتائج طويلة الأجل، والاهتمام بخير ورفاهة الآخرين، وهو اتجاه إلى زيادة تقييم القدرات الذاتية للشخص، وميل إلى تخفيض تقدير المخاطر. وكان قصر النظر أحد العناصر الأساسية للحالة الإنسانية كما اعتقد سميث. "إن السرور الذى سنتمتع به لمدة عشر سنوات من الآن لا يهمنا إلا قليلاً بالمقارنة مع ما قد نتمتع به اليوم.. وهذا هو الشيء الذى لا يمكن أبدًا أن يتوازن مع أى شيء آخر، إلا إذا دعمه الشعور بالملكية"[١] هكذا كتب سميث فى نظرية المشاعر الأخلاقية.

ويتضمن كتاب ثروة الأمم أيضًا مناقشات وبحوثًا عديدة عن كيفية تأثير علم النفس فى الاقتصاد. وفى استكشافه لمحددات الأجور والأرباح، أشار سميث إلى "الغرور والزهو الذاتى الذى يتصف به الجزء الأكبر من الرجال فيما يتعلق بقدراتهم"[٢]، وأضاف "إن فرصة الربح عادة ما يقدرها كل رجل بأكبر من قيمتها، كما تقدر فرصة الخسارة بأقل من قيمتها من جانب أكثر الرجال" وذكر بالتحديد ارتفاع وظهور يانصيب الدولة ***state lottery*** الذى أصبح ذا شعبية رائجة إلى حد بيع تذاكره فى السوق السوداء. "وكان الأمل الوهمى فى كسب بعض الجوائز الكبرى هو السبب الوحيد لهذا الطلب". كما كتب سميث. "إن الأشخاص الأكثر عقلاً وحكمة نادرًا ما ينظرون إليها باعتبارها خدعة عندما تدفع مبلغًا صغيرًا من المال مقابل فرصة لكسب عشرة أو عشرين ألف جنيه، على الرغم من أنهم يعلمون أنه حتى المبلغ الصغير ربما كان أعلى بنسبة ٢٠% أو ٣٠% من قيمة فرصة الكسب". وبالمقارنة فإن الناس لا يحبون كثيرًا دفع أقساط التأمين "ولو أخذ متوسط المملكة بأسرها، فإن ١٩ منزلاً من بين كل عشرين أو ربما ٩٩% من المنازل ليست مؤمنة ضد الحريق"[٣].

---

(1) Adam Smith, Theory of Moral Sentiments (London: Henry G. Bohn, 1853), 273

(2) Adam Smith, The Wealth of Nations, Books 1- 3 (New York: Penguin Books, 1997), 209-10

(٣) نفس المرجع السابق، صفحة ٢١١

وقد أظهر أتباع سميث فى القرن التاسع عشر أيضًا اهتمامًا شديدًا بعلم النفس. وكتب جيمس ستيورات ميل *J.S. Mill* مطوّلاً عن الموضوع، ومقدِّمًا نظرية "الكيمياء العقلية *mental chemistry*" التى قارنت التفكير الخلاق *creative thinking* بالجمع بين العناصر الكيماوية فى شكل مركّبات. وفى وقت متأخر بعد ذلك من القرن، عندما قام فرانسيس إيزيدرو إدجورث *Francis Ysidro Edgeworth* بتطبيق حساب التفاضل والتكامل على صنع القرارات الاقتصادية، وقد أطلق على رسالته اسم "الفيزياء الرياضية" *Mathematical Psychics*. وقد بحث ألفريد مارشال أثر التوافقات الاجتماعية على طلب سلع الوجاهة الاجتماعية مثل القبعات الحريرية والمنازل الكبيرة وقد استعاد آرثر بيجو النقطة التى أثارها سميث، وهى أن الناس يفضلون الإشباع العاجل (الفورى) على المتعة المؤجلة، ملاحظًا أن "الخاصية التلسكوبية لدينا معيبة"[(١)].

بدأ الاقتصاديون فى أعقاب الحرب العالمية الثانية فى التركيز بشكل يكاد يكون مطلقًا على الاقتصاد البشرى *Homo economicus*، رافعين المنطقية والرشد إلى ما يقترب من المبدأ المقدس. وكان الاقتصاديون فى السبعينيات من القرن العشرين قد حبسوا أنفسهم فى قيود ضيقة *straightjackets* وقد تطلب الأمر الاستعانة بمساعدة خارجية لتحريرهم منها. وقد وصلت المساعدات فى الشكل غير المتوقع المكوّن من اثنين من علماء النفس التجريبى الإسرائيليين هما دانييل كاهنمان *Daniel Kahneman* وآموس تفيرسكى *Amos Tversky*، اللذين كانا يدرسان كيفية اختيار الأشخاص بين النتائج غير المتوقعة، وهو موضوع كان معظم الاقتصاديين يعتبرونه قد انتهى وتمت تسويته فى الأربعينيات من القرن العشرين، عندما قام جون فون نيومان *John von Neumann* وأوسكار

---

(1) A.C. Pigou, The Economics of Welfare, 4th ed. (London: Macmillan, 1962), 25

مورجينستيرن ***Oskar Morgenstern*** مؤسسا نظرية اللعبة بتقديم "فرضية المنفعة المتوقعة ***expected utility hypothesis***". وطبقًا لهذه النظرية، فإن صناع القرار يقومون بوزن ومراجعة النتائج الممكنة طبقًا للكيفية المحتمل أن تكون عليها. فإذا كان هناك أعزب عليه أن يختار بين موعد محدد فى هذه الليلة لتناول مشروب "البيرة" مع زملائه، وموعد محتمل ولكنه ليس مؤكدًا بأى شكل للذهاب ليلة غدٍ مع صديقته إلى السينما، فإنه سيذهب إلى الموعد المؤكد وينطلق إلى الحانة.

وكثير من الاختيارات التى تتضمن خيارات عديدة غير مؤكدة أكثر تعقدًا من هذا الاختيار السابق. وقد افترض فون نيومان ومورجنستيرن أن الأشخاص يمكن أن يكوّنوا وجهات نظر احتمالية عن العالم، ويقوموا بعمل الحسابات الضرورية لصنع القرارات الصحيحة. وفى سلسلة من الأوراق البحثية التى نشرت فى السبعينيات، قام كاهنمان وتفيركسى بعرض الخدعة فى وجهة النظر هذه. فقد أظهرت تجاربهما أنه عندما يُواجَه الأشخاص بمشاكل تتضمن نتائج غير مؤكدة، فإن معظمهم لا يحاول حتى رياضيات فون نيومان ومورجينستيرن، ولكنهم بدلاً من هذا يرتدون على أعقابهم إلى الأحكام المبنية على التجارب ***rule of thumb*** وإلى المعتقدات التى لا يقوم عليها دليل (التحيزات). وبالنسبة للرجل الذى يلقى الأمثال فى الشارع، فإن هذه النظرة من السلوك البشرى لا تبدو سوى أنها مجرد اعتراف بالأمر الواضح، ولكنها تحدت الأسس الحقيقية للاقتصاد الأرثوذكسى.

ولد كاهنمان فى عام ١٩٣٤ ونشأ فى فرنسا المحتلة، وانتقل إلى ما كان فى ذلك الوقت فلسطين فى عام ١٩٤٦. أما تفيرسكى فقد ولد فى حيفا فى عام ١٩٣٧ وتوفى عام ١٩٩٦، بسبب سرطان الجلد. وكشابيْن، فإن كليهما أديا خدمتهما العسكرية فى قوات الدفاع الإسرائيلى، وقد خدم تفيرسكى مدته كجندى مظلات، وتلقى وسامًا لشجاعته، بعد أن قفز على أحد زملائه وسحبه بعيدًا إلى الأرض

عندما كانت هناك شحنة متفجرات على وشك الانفجار قريبًا منه. أما كاهنمان فقد عمل فى فرع علم النفس فى قوات الدفاع الإسرائيلى، وساعد فى تصميم برامج فحص الضباط الجدد. وبعد أن ترك الخدمة العسكرية، حصل كاهنمان على درجة دكتوراه الفلسفة فى علم النفس من جامعة بيركلى. وانتقل تفيرسكى إلى الولايات المتحدة، وحصل على الدكتوراه من جامعة ميتشيجان. وفى أواخر الستينيات من القرن الماضى، عندما كانا يعملان فى الجامعة العبرية بالقدس، بدءا فى التعاون معًا فى البحث عن كيفية قيام الناس بالاختيارات.

كان تفيرسكى يفضل العمل ليلاً، فكان يعمل حتى الفجر وعندئذ قابل كاهنمان على غذاء طويل، فى خلاله كان كل منهما يطرح أفكاره على الآخر. ويتذكر كاهنمان ما دار "إننا قد أنفقنا وقتًا طويلاً فى مجرد الكلام كل يوم. ولم نكن نعمل فقط طبعًا. وقد تحدثنا معًا عن كل شيء تحت الشمس. وأصبح كل منا يكاد يعرف عقل الآخر كما يعرف عقله"[١] وفى علم النفس التجريبى، والأفكار لا تؤخذ بالجدّية إلا إذا أكدتها المحاولات الإنسانية المنضبطة. وقام كاهنمان وتفيرسكى بسلسلة من تلك التجارب، وغالبًا ما كانا يستخدمان طلبتهما فى التجارب. وفى عام ١٩٧٤ أصدرا مقالاً فى جريدة *Science* أوضحا كثيرًا من الطـرق المختصـرة، أو المساعدات "*heuristics*" التى يستخدمها الناس عندما تواجههم قرارات شديدة التعقيد.

كان الأول، والأكثر أهمية حسب ما يقرره الجدل، هو المساعدة التمثيلية "*representativeness heuristic*" – أى الاتجاه إلى التعميم على أساس عدم كفاية الدليل. إن الناس إذا ما واجهتهم أجزاء من دليل، أو عيّنة، فإنهم عادة ما يفترضون أنها تمثل الحقيقة والواقع. وعلى سبيل المثال، إذا قام شخص بقذف عملة معدنية

---

(١) السيرة الذاتية لدانييل كاهنمان – جائزة نوبل. يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2002/kahneman-autobio.html

خمس مرات فى الهواء وكانت النتيجة هى حصوله على "الصورة ***the head***" فى كل مرة، فإنه أو فإنها، سيقرر أن العملة غير أمينة. ولكن الأكثر احتمالاً هو أن العملة جيدة وأمينة، وأن توالى ظهور الصورة مجرد صدفة عشوائية. (وإذا كررت التمرين آلاف المرات: قذف العملة خمس مرات، فإن "الصورة" ستظهر مرة واحدة كل ٣٢ محاولة). ونظرًا لقوانين الاحتمالات، فإن النتائج المتطرفة تزداد احتمالات حدوثها فى العينات الصغيرة بدرجة أكثر من حدوثها فى العينات الكبيرة، ولكن حتى الأشخاص العارفين بالإحصاء غالبًا ما يتجاهلون هذه الحقيقة. وقد سجل كاهنمان وتفيرسكى دليلاً بأن كثيرًا من زملائهم فى بحوث علم النفس كانوا "يضعون أحيانًا قدرًا كبيرًا من الإيمان فى نتائج العينات الصغيرة وكانوا يبالغون بشدة فى الإفراط فى تقدير عودة، وتكرار هذه النتائج"[١].

إن اتجاه القفز نحو النتائج ليس مرتبطًا بالقرارات التى تتضمن احتمالات صريحة. وفى إحدى التجارب وصف كاهنمان وتفيرسكى، أحد المعلمين الذى قرأ وصفًا لرجل يدعى ستيف، قال عنه إنه قدم من جارٍ سابق: "إن ستيف شديد الخجل ومنطوٍ على نفسه، ودائمًا ما يكون مفيدًا، مع قلة اهتمامه بالناس، أو بعالم الواقع. هو روح معتدل ومرتب، وكانت لديه حاجة للنظام والتركيب، ورغبة شديدة فى معرفة التفاصيل"[٢]. وعندئذ قرأ المعلم قائمة للمهن – "مزارع، بائع، طيار خطوط جوية، أمين مكتبة، طبيب" – وطلب من الخاضعين للتجربة تحديد مهنة لستيف تكون الأقرب احتمالاً له. من الناحية الإحصائية، كانت الإجابة الأقرب احتمالاً هى إما مزارع أو بائع: وهناك أعداد كبيرة جدًا من المزارعين والبائعين تفوق أعداد الطيارين وأمناء المكتبات. ولكن لأن وصف ستيف بدا كما لو كان ممثلاً لأمين

---

(1) Amos Tversky and Daniel Kahneman, "Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases," Science 185, no. 4157 (1974): 1126

(٢) نفس المرجع السابق، صفحة ١١٢٤

مكتبة، فإن كثيرًا من الذين قدموا إجاباتهم اختاروه كإجابة. (فى التجارب التالية وطبقًا لنفس الأسلوب، قام كاهنمان وتفيرسكى بإخطار جميع الخاضعين للتجربة بالنسب الحقيقية لكل مهنة فى السكان، ولكن هذه المعلومات لم يكن لها أى تأثير فى الواقع على اختياراتهم.

أحيانًا ما يشار إلى "المساعدة التمثيلية ***representativeness heuristic***" باسم "قانون الأرقام الصغيرة ***The law of small numbers***" وهو يبرز فى نواحٍ كثيرة. فى الألعاب الرياضية، حيث يسىء المعجبون تقدير فرص الفريق الجيد الذى يعانى من سلسلة متصلة من الخسائر. ففى نيويورك، مثلاً، عندما يتم اكتساح فريق يانكيز ***Yankees*** أو ميتز ***Mets*** فى ثلاثة أشواط متتالية يمتلئ راديو الرياضة بمئات الأشخاص الذين ينادون بفصل مدير الفريق، ولكن موسم لعبة البيسبول موسم طويل، واللعبة ذات الأشواط الثلاثة لا تمثل أى شىء فى الواقع. بل على العكس، عندما يربح فريق غير متميز، أو لاعب قوى، ويحقق سلسلة متصلة من النجاح، فإن الهواة والمعجبين يتجهون إلى افتراض أنه سيستمر لأن الفريق أو اللاعب لديه يد قوية ***hot hand***[(١)]. وغالبًا، ما يصابون بخيبة أمل. فى عام ١٩٨٥ شارك تفيرسكى فى تأليف دراسة تعارض وجود "اليد القوية" فى لعبة كرة السلة. وبعد تحليل كل رمية أخذها فريق فيلادلفيا ٧٦ فى موسم ١٩٨٠-١٩٨١، واستنتج أن لاعب كرة السلة تقل احتمالات قيامه بإطلاق الكرة إذا كان قد أصاب فى الرمية السابقة عما لو كان قد أخطأ فى الرمية الأخيرة. (من بين كل دراسات تفيرسكى، ربما كانت هذه الدراسة هى التى نالت قدرًا كبيرًا من الدعاية).

---

(1) Hot had theory: Thomas Gilovich, Robert Vallone, and Amos Tversky, "The Hot Hand in Basketball: On the Misperception of Random Sequences," Cognitive Psychology 17 (1985): 295-314

وفى التمويل، أدت المساعدة التمثيلية بالناس إلى التنبؤ بأن الاتجاهات قصيرة الأجل فى السوق ستستمر وستقلل من احتمالات حدوث انقلاب عكسى رئيسى. وهذا يمكن أن يؤدى إلى نتائج شديدة السوء، خاصة عندما ينضم إلى إحدى السمات العقلية التى حددها آدم سميث والتى أكـدها كاهنمـان وتفيرسكى: ألا وهى الثقة الزائدة (المفرطة). إن الناس بمجرد أن يقتنعوا بأن عينة صغيرة تمثل الواقع، فإنهم يؤمنون إيمانًا لا مبرر له بقدرتهم على التنبؤ بالمستقبل. "مع قليل من، أو عدم، اعتبار للعوامل التى تحد من الدقة فى التنبؤ"(١). كما لاحظ كاهنمان وتفيرسكى، وخاصة أن الناس غالبًا ما يتجاهلون أن المقيمين بعيدًا إحدى الفترات - سواءً أكانوا من حراس المرمى الذين يقدمون الكرة نحو الهدف ***Shooting guards***، أو فرق البيسبول، أو الأسهم، فإنهم يحتمل أن يسقطوا فى الزمرة فى خلال فترات تالية، وهذه ظاهرة يعرفها الإحصائيون باسم "الرجوع إلى الوسط ***regression to the mean***".

وهناك فخ آخر يسقط الناس فيه وهو إعطاء وزن كبير لتجاربهم الذاتية. وإذا ما سئلوا عن مخاطر الإصابة بأزمة قلبية، فإنهم يجيبون بطريقة مختلفة تعتمد على ما إذا كان بعض من يعرفونهم قد عانى من أزمة فى الشريان التاجى. وإذا سئلوا عن مدى خطورة المشى فى إحدى المجاورات والإصابة عن طريق طعنة من أحد المجرمين، فإن إجاباتهم تعتمد على ما إذا كانوا يعرفون أيًا من ضحايا عملية الطعن من الخلف، كما لا يقتصر الأمر على حكاياتهم الشخصية التى تضلل تقدير الناس. إن الأحداث الدرامية والبارزة من أى نوع تستقر فى عقول الناس، بينما يميلون إلى التقليل من شأن الأحداث اليومية. ومنذ ١١ سبتمبر ٢٠٠١، مثلاً، أصبح كثير من الأمريكيين يخشون أن يقتلوا فى هجوم إرهابى أكثر من خشيتهم

---

(1) Amos Tversky and Daniel Kahneman, "Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases," Science 185, no. 4157 (1974): 1126

الموت فى حادث طريق، على الرغم من أن حوادث الطرق فى الدول المتقدمة تفوق احتمالاتها بالنسبة للحوادث الأخرى أربعمائة مرة. ويشير كاهنمان وتفيرسكى إلى هذا النوع من الأشياء باسم "المساعدات المتاحة ***availability heuristic***". وعند التفكير فى الأخطار التى نواجهها، فإن خطر الموت فى انفجار يأتى إلى التفكير بسرعة عن التفكير فى المـوت نتيجـة حـادث سيارة، لأنه أكثر إتاحة[١].

أشار كاهنمان وتفيرسكى أيضًا إلى أن الناس لديهم ميل عام للحكم على الأشياء بالنسبة إلى نقاط مرجعية تحكمية. وعندما يكون الأمر الواقع هو نقطتهم المرجعية، فإن الناس يميلون إلى افتراض أن الأشياء لن تتغير كثيرًا – التحيـز للمحافظة (***the bias to conservatism***). وهناك حالات أكثر شذوذًا. ففى إحدى التجارب التى كثيرًا ما يرجع إليها سأل كاهنمان وتفيرسكى تقدير النسبة المئوية للدول الأفريقية فى الأمم المتحدة، وقبل أن يجيب الخاضعون للتجربة، قام موجّه السؤال، فى حضورهم، بإدارة عجلة الروليت ذات الأرقام من صفر حتى مائة، وطلب إليهم إذا ما كانت إجاباتهم أعلى أو أدنى من الرقم الذى سيظهر. وعندما توقفت كرة الروليت عند ١٠، كانت الإجابة المتوسطة هى ٢٥%، وعندما توقفت الكرة عند ٦٥ كان الإجابة المتوسطة هى ٤٥%. "ولم تؤد المكافآت مقابل الدقة إلى تخفيض أثر الرُّسُو ***the anchoring effect***"[٢] كان هذا ما لاحظه بجفاف كل من كاهنمان وتفيرسكى.

---

(١) احتمال الموت فى هجوم إرهابى. *Likelihood of getting killed in a terrorist attack: See N. Wilson and G. Thomson, "Deaths from International Terrorism Compared with Road Crash Deaths in OECD Countries," Injury Prevention 11 (2005): 332-33*

(2) Amos Tversky and Daniel Kahneman, "Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases," Science 185, no. 4157 (1974): 1128

وتوحى التجارب بأن الشخص بمجرد أن "يرسو" عند رقم معين، أو حجة معينة، فإنه قد يحاول أن يتعلق بها عن طريق التفسير الخطأ لأى دليل يقدم إليه على أنه مؤيد، حتى لو كان بالفعل مناقضًا (يعرف هذا فى الأدبيات باسم "التحيز مع الإثبات *confirmation bias*") وفى أعقاب إطلاق الرصاص الجماعى الأخير وفقًا للنموذج الكولومبى، فإن مؤيدى تقييد حمل السلاح يصرون على القول "لقد قلت لكم ذلك" ولكن الشىء نفسه يفعله مؤيدو المحافظة على استمرار حمل المواطنين المدنيين للسلاح.

فى الفترة ١٩٧٧-١٩٧٨، أمضى كاهنمان وتفيرسكى السنة الأكاديمية فى جامعة ستانفورد، حيث تصادقا وتعاونا مع ريتشارد ثيلر ***Richard Thaler*** وهو اقتصادى شاب حصل على درجة دكتوراه الفلسفة من جامعة روشستر ***Rochester*** وهى إحدى قلاع علوم الرياضيات الأرثوذكسية. وفى أثناء تدريبه بالدراسات العليا، وضع ثيلر قائمة بالحكايات والنوادر التى كان يبدو أنها تتعارض مع النظرية التى تعلمها؛ مثل رفض الناس للرحيل بالممتلكات الصغرى - كالأكواب والأقلام ومثيلات هذه الأشياء - واتجاههم إلى تقسيم مصروفاتهم إلى حسابات عقلية منفصلة (حساب لأوقات الفراغ، والآخر للإيجار، وهكذا). وفكر ثيلر فى أن هذه الأنواع من السلوكيات قد تكون متصلة بالطرق القصيرة عقليًا والتحيزات التى حددها كاهنمان وتفيرسكى. وفى عام ١٩٨٠ أصدر ورقة بحثية تبين بعض أفكاره فى إحدى النشرات المشهورة ولكنها غامضة إلى حد ما[١]. وهى جريدة السلوك والتنظيم الاقتصادى "***The Journal of Economic Behavior and Organization***"، وفى عام ١٩٨٧ بدأ كتابة عمود منتظم بعنوان "نواحى شذوذ ***anomalies***" فى أكبر

---

(1) Thaler's mental shortcuts: See Richard H. Thaler, Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1992)

الصحف نفوذا؛ جريدة الأبعاد الاقتصادية ***The Journal of Economic Perspectives***.
وقد قدمت السلاسل الأخيرة من المقالات إلى باقى مهنة الاقتصاد ما أصبح يعرف بالسلوكيات الاقتصادية ***Behavioral Economics***.

فى السنوات العشرين الماضية، توسع الميدان فى كثير من الاتجاهات. وبقيادة رواد من أمثال ثيلر، وكولين كاميرر ***Colin Camerer*** من كالتك ***Caltech***، اجتذب بعض ألمع الاقتصاديين الشبان مثل مات رابين ***Matt Rabin*** من بيركلى، ودافيد لايبسون ***David Laibson*** من هارفارد، وإسترد فلو من معهد ماساتشوسيتس للتكنولوجيا (***MIT***). وفى ميدان سلوكيات التمويل ذى النمو السريع، استخدم الباحثون الانعطافات العقلية التى حددها كاهنمان وتفيرسكى لتفسير اتباع الاتجاه، وفقاعات المضاربة، وضعف صنع القرار فى الشركات، وكثير من الظواهر الأخرى التى تنتهك فرضية كفاءة السوق. وقد انعكس التقدم الذى حققته سلوكيات التمويل ***Behavioral Finance*** فى حقيقة أن ثيلر الذى كـــان يومًا "الطفل الشقى" ***The enfant terrible*** لاقتصاد التمويل أصبح الآن أستاذًا فى مدرسة بوث لإدارة الأعمال بجامعة شيكاغو. وفى عام ٢٠٠٢ أصبح كاهنمان الأول من بين غير الاقتصاديين الذى يمنح جائزة نوبل فى الاقتصاد والتى تقاسمها مع فيرنون سميث ***Vernon smith*** من جامعة جورج ماسون، الذى كان رائدًا فى استخدام التجارب الاقتصادية الموضوعة على أساس النماذج المستخدمة فى علم النفس التجريبى. وعند إعلان الجائزة، قالت لجنة نوبل أن عمل كاهينمان وتفيرسكى "قد ألهم جيلاً جديدًا من الباحثين فى الاقتصاد والتمويل أن يقوموا بإثراء النظرية الاقتصادية باستخدام نفاذ البصيرة من علم النفس المعرفى فى البواعث الإنسانية الجوهرية"(١).

---

(١) البيان الصحفى لجائزة نوبل. ٩ أكتوبر ٢٠٠٢. يمكن الحصول عليه من خلال الرابط:
http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2002/press.html

غالبًا ما كانت تتردد أصداء الآراء العميقة لكينز وغيره من الاقتصاديين فى الأجيال السابقة، فى أفضل الأوراق البحثية فى السلوكيات الاقتصادية، وكانت تبدأ بما يشبه انعطافًا نفسيًا وتفحص الكيفية التى يمكن بها فى وضع تنافسى أن تنتهى إلى فشل كبير فى السوق. وعلى سبيل المثال، قام ريتشارد رول ***Richard Roll***، وهو اقتصادى بجامعة كاليفورنيا ***UCLA*** بتناول الرواج المتنامى فى عمليات الاستحواذ على الشركات. وقد أظهر كثير من الدراسات العملية أن هذه الزيجات المرتبة نادرًا ما تحقق الفوائد المالية التى يأمل المزايدون فى الحصول عليها، ولكن ذلك لم يمنع كبار التنفيذيين الطامحين من الاستمرار فى هذه العمليات. وفى إحدى الأوراق التى حملت العنوان التالى "الغرور المفترض فى الاستحواذ على الشركات" "***The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers***" اقترح رول أن الثقة المفرطة فى جانب كبار التنفيذيين كانت هى القوة الدافعة فى كثير من عمليات الاندماج، وعلى الرغم من كل الشواهد على العكس، فإن كبار المسئولين التنفيذيين كانوا يخدعون أنفسهم بأنهم يكسبون صفقة. "إن الفرد العادى سواء أكان مزايدًا/ مديرًا تكون أمامه الفرصة ليقوم ببضع عمليات استحواذ فى خلال فترة عمله" كما كتب رول. "وهو قد يقنع نفسه أن التقييم صحيح، وأن السوق لا يعكس القيمة الاقتصادية الكاملة للمنشأة المنضمة"(١).

والغرور يأتى فى أشكال وصور كثيرة. وخاصة عندما يكون الاقتصاد نشطًا وفى حالة طيبة، إذ تجد منشآت الأعمال والأفراد صعوبات متزايدة فى تصور إمكان حدوث شيء شديد السوء – وهى ظاهرة تعرف باسم "قصر النظر المدمر ***Disaster Myopia***". ومن الواضح أن المساعدة التمثيلية ***representativness heuristic*** تلعب دورًا هنا، ولكن مساعدة الإتاحة ***availability heuristic*** تلعب

---

(1) Richard Roll, "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers," part 1, Journal of Business 59, no. 2 (1986): 199-200

دوراً أيضاً. وبحكم الواقع، فإن الأحداث منخفضة الاحتمالات مثل انهيارات سوق الأوراق المالية وأزمات الائتمان لا تحدث إلا نادراً، وهو ما يعنى أن كثيراً من الناس ليست لديهم أى خبرة شخصية بها ليستفيدوا منها. وبعد ركود الفترة من ١٩٨١-١٩٨٢، مرّ ما يقرب من عشرين عاماً قبل أن يعانى سوق الأوراق المالية من هبوط طويل آخر. (بعد انهيار عام ١٩٨٧، استعاد السوق نشاطه بسرعة) ومع صعود السوق، تم تحقيق ثروات كبيرة. ومع ذبول ذكريات الهبوط الماضية فى السوق، وجد المستثمرون أنه من الصعب تصور وقوع هبوط طويل فى أسعار الأسهم. وبشكل غير معلن قاموا بتحديد احتمالات أدنى ثم أدنى كثيراً لهذه الإمكانية – وأخيراً قام كثير منهم بتحديد احتمال يساوى صفراً – وهو ما يسمى "المساعد المبدئى *threshold heuristic*".

ولا يقتصر قصر النظر المدمِّر على المستثمرين. ففى عام ١٩٩٦ قام أستاذان من جامعة وارتون *Wharton* هما جاك جوتينتاج *Jack Guttentag* وريتشارد هيرنج *Richard Herring* بنشر مقالة بعنوان "قصر النظر المدمّر فى أعمال المصارف الدولية *Disaster Myopia in International Banking*"[١] وضعت على أساس التجربة المضطربة لبنوك المراكز النقدية مثل سيتى بنك، وبنك أوف أمريكا، اللذين كانا قد أقرضا مبالغ كبيرة للدول النامية فى خلال السبعينيات وأوائل الثمانينيات من القرن الماضى، وانتهت بتحملهما خسائر كبيرة. وفى الأحوال المعتادة للأعمال المحلية، يعانى رجال البنوك من حالات التعثر العادية على مطالبات بطاقات الائتمان، وقروض السيارات، ورهون المنازل، وغير ذلك من المنتجات الائتمانية. وهم يعرفون كيفية تتبع حالات التعثر هذه، وهم يتصرفون بحكمة من ناحية تجنيب احتياطيات لمواجهتها. ولكن جوتينتاج وهيرنج

---

(1) *Described in James M. Guttentag, "Subprime Crisis, Part II: The Lender Role".* يمكن الحصول عليها من خلال الرابط: *http://finance.yahoo.com/expert/article/mortgage/33783*

أشارا إلى أن البنوك تتجه إلى تخفيض تقدير الفرص الخاصة بالصدمة النظامية التى يمكن أن تؤدى إلى عدم قدرة كثير من مقرضيها فى نفس الوقت على دفع ديونها مثلما يحدث عند غرق الاقتصاد الأمريكى فى ركود عميق، أو توقف إحدى الحكومات ذات السيادة عن سداد ديونها. وعندما يكون الاقتصاد ينمو بقوة، يكون من الصعب تخيل هذا الاحتمال (مساعدة الإتاحة)، كما أن رجال البنوك يقللون من شأنه. وفى نهاية المطاف، فإن الخطر يأتى لتتم رؤيته بعيدًا بحيث يجــرى تجـــاهله (المساعدة المبدئية)، وتأخذ البنوك تعرضات كبيرة من الإقراض بالنسبة لرءوس أموالها.

وقصر النظر هو أحد السمات العقلية الأخرى التى فحصها اقتصاديو السلوكيات. فقد حدث فى أواخر التسعينيات من القرن الماضى وأوائل القرن الحالى، أن هبط معدل الادخار الشخصى فى الولايات المتحدة. وفى نهاية الأمر تحول إلى سلبى بما يعنى أن الأمريكيين كانوا ينفقون أكثر مما يكسبون، وكانت ديونهم تتزايد. وبالنسبة لاقتصادى أورثوذكسى، فإن هذا لا يمثل بالضرورة نقطة اهتمام. وإذا ما اتخذ الناس قرارًا رشيدًا بالإنفاق أكثر الآن، وسداد التزاماتهم فيما بعد، فإن هذا شأنهم. ولكن هل هذا ما كان يجرى فى الواقع؟ فى سلسلة من أوراق بحثية، جادل دافيد لايبسون ***David Laibson*** وبعض الزملاء بأن كثيرًا من الأمريكيين كانوا يتساقطون ضحايا لقصر نظرهم وعدم قدرتهم على التخطيط للمستقبل. وكان كثير منهم يتجاهل عرض النقود المجانية، فى مشكل. مساهمة من صاحب العمل توازى مساهمة العمل فى الخطة ***401 (K)***. وحتى فى خطط التقاعد التى سمحت بالانسحاب فى أى وقت بدون عقوبة، كان ٥٠% من أولئك المستوفين للشروط غير قادرين على الإسهام بالحد الأقصى الذى يقدمه صاحب العمل إسهامًا مماثلاً له. وقد كتب لايبسون فى ٢٠٠٥ "بالنسبة لهؤلاء العاملين الذين يسهمون بمعدل أدنى من عتبة المساهمة الموازية فإن هذا يعتبر خطأ ليس به أى غموض. ومع ذلك، فإن نصف العاملين الذين يحصلون على حوافز محددة واضحة

ويسهمون بأدنى من عتبة المساهمة الموازية، لا يحظون بمدفوعات موازية بمتوسط ١,٣% من أجورهم السنوية"[١].

وفى كثير من الحالات، يبدو أن التأجيل والكسل يلعبان دورًا أكبر فى القرارات الادخارية للأشخاص بأكثر مما تلعب الحسابات. وفى الشركات، حيث يجب على العاملين الاختيار فى خططهم التقاعدية، فإن النصف فقط من أولئك المستوفين للشروط يهتم بعمل ذلك فى خلال السنة الأولى. وفى الشركات التى يتم فيها قيد العاملين بصفة آلية، مع إعطائهم الخيار فى الخروج، فإن تسعة من بين كل عشرة عاملين يقبلون القيد الآلى، ويقومون بسداد اشتراكاتهم الشهرية. وهذه الصيغة الحادة المتميزة "الأمر الواقع" تمتد إلى خيارات الاستثمار التى يقوم بها الأشخاص فى خططهم طبقًا للمادة *401 (k)*. فى الخطط التى تقدم تخصيص أصل مقابل التوقف – مزيج من الأسهم والسندات وعادة يقبله ثلاثة أرباع المشاركين. وبالمثل فإذا كان خيار التوقف يتضمن استثمارًا فى أسهم إحدى الشركات الأم، فإن كثيرًا من الناس يقبلونه أيضًا ويلاحظ لايبسون "أن هذا النمط من الاستثمار لم يتأثر بالإفلاسات البارزة لشركات إنرون، ووردلدكوم، وجلوبال كروسينج، وكثير من الشركات الأخرى فى أعقاب انهيار فقاعة التكنولوجيا. والعاملون الذين فقدوا مدخراتهم حياتهم بالكامل فى مشكلة إنرون كثيرًا ما تم بحث حالاتهم فى الإعلام فى نفس وقت إعلان إفلاس إنرون، ولكن العاملين الأمريكيين لم يقوموا بتعميم هذه الرسالة"[٢].

---

(١) ورقة بحثية *David Laibson, "Impatience and Savings," NBER Reporter: Research Summary (Fall 2005).* يمكن الحصول عليها من خلال الرابط: *www.nber.org/reporter/fall05/laibson.html*

(٢) ورقة بحثية *David Laibson, "Impatience and Savings," NBER Reporter: Research Summary (Fall 2005).* يمكن الحصول عليها من خلال الرابط: *www.nber.org/reporter/fall05/laibson.html*

من الواضح أن المنطق الاقتصادى ليس شيئًا يأتى طبيعيًا إلى الناس. وربما كان هذا بسبب الطريقة التى تم بها تقييد المخ البشرى. فى السنوات الأخيرة، تبنّى كثير من اقتصاديى السلوكيات فكرة أفلاطون بأن الكائنات البشرية لديها نظامان متمايزان لاتخاذ القرار، أحدهما حدسى ***intuitive*** والآخر عمدى ***deliberative***. وفى مقابلة تمت فى عام ٢٠٠٣ قام كاهنمان بالتوسع فى هذه الفكرة. وقال "هناك بعض الأفكار التى خطرت على عقلى بنفسها. ومعظم التفكير هو كذلك فى الواقع، معظم الوقت، وهذا هو النظام الأول. وهو لا يماثل وجودنا على طيار آلى، ولكننا نستجيب للعالم بطرق لسنا على وعى بها، ولا يمكننا ضبطها... وهناك نظام آخر، وهو النظام الثانى، وهو النظام المنطقى، إنه على وعى، وهو متعمد، كما أنه أبطأ ومسلسل ويقتضى جهدًا، ومنضبط عمدًا، ولكنه يمكن أن يتبع القواعد. والفرق فى الجهد يقدم أكثر المؤشرات فائدة من ناحية ما إذا كانت عملية عقلية معينة ينبغى أن يعهد بها للنظام الأول أم الثانى"[١].

ولتصوير ما يقصده كاهنمان، عليك القيام بإجابة هذا التحدى العقلى بأسرع ما يمكنك: إن التكلفة الشاملة للمضرب والكرة ١,١٠ دولار والمضرب وحده يتكلف ١ دولار أكثر من الكرة، فما هو سعر المضرب؟ فإذا كانت إجابتك ١,٠٠ دولار فعليك أن تعتبر نفسك ذكيًا مثل الأغلبية الواسعة من الأشخاص الذين أدوا الاختبار. إن الإجابة الفعلية هى ١,٠٥ دولار. ولكن هناك شيئًا ما فى طريقة صياغة السؤال يجعل الإجابة تبدو واضحة فورًا. ونظامك الأول يحثك على أن تقول ١,٠٠ دولار، وهى تتطلب جهدًا متعمدًا للتغلب على هذه الإجابة الآلية. وإذا ما أخذت وقتًا للتفكير فى السؤال بعناية، فإن الإجابة لن تكون صعبة. وعلى أى

---

(١) مقابلة دانييل كاهنمان مع مايكل شراج. *Daniel Kahnman interview with Michael Schrage, strategy + business (winter 2003), 123*

حال فإن من المؤكد أن هناك مستوى إضافيًا من الجهد العقلى يدخل ضمن العملية، وهو ما يوحى بوجود آلية معرفية مختلفة. وهذا سيكون النظام الثانى.

ومؤخرًا، قدم الاقتصاديون وعلماء الأعصاب دليلاً يدعم نموذج كاهنمان ذى النظامين فى شكل فحوص مخية. إذ أنه عندما يتم ضخم الدم فى المخ، يُحدث تغييرات طفيفة فى المجال المغناطيسى، ***MRI*** يمكن لآلات تصوير الرنين المغناطيسى القوية أن تسجله، وبذلك تُمكِّن الباحثين من تحديد أى الهياكل فى العقل هى التى تنشط بصفة خاصة عندما يحاول الناس حل مختلف المشاكل. وهذا المجال البراعمى ***burgeoning field*** غالبًا ما يشار إليه باسم ***neuroeconomics*** اقتصاديات الأعصاب. وتوحى الدراسات بنمط متمايز فى وظيفة المخ. وعندما ينخرط الناس فى عمليات فكرية معقدة، مثل حل مسألة رياضية، فإن معظم النشاط يتركز فى القشرة الجبهية الأمامية ***prefrontal cortex***، وهى منطقة فى مقدمة المخ، وهى فى البشر أكبر كثيرًا عنها فى الحيوانات الأخرى. وعندما ينتاب الناس القلق أو الهياج أو الإثارة العاطفية يصبح هناك قدر كبير من النشاط الزائد فى المنطقة الطرفية ***limbic region*** والتى تقع فى أعماق المخ، والتى تطورت فى وقت مبكر. وأحيانًا ما يطلق على المنطقة الطرفية "مخ الزواحف ***the riptalian brain***".

وفى أحد عروض الشرح فى هذا الصدد، قام كولين كاميرر ***Colin Camerer*** وبعض زملائه باستنباط تجربة لدراسة – كراهية الغموض ***Ambiguity Aversion***، وهــى سمــة عقليــة حــددها كينــز فى كتابه عام ١٩٢١، "مقال عن الاحتمال" ***A Treatise on Probability***، ودانييل إلزبرج ***Daniel Ellsberg***، وهو اقتصادى من هارفارد، وموظف رسمى بالحكومة أصبح شهيرًا بعد ذلك باسم الرجل الذى سرّب وثائق البنتاجون ***The Pentagon Papers*** والتى نالت شهرتها بعد نشرها فى إحدى الجرائد بعد ذلك فى عام ١٩٦١. ولنتخيل أن هناك مجموعتين من أوراق

اللعب، هما المجموعة (أ) والمجموعة (ب)، على طاولة أمامك. وتحتوى المجموعة (أ) على عشرة كروت سوداء وعشرة حمراء، وهذا كل ما تعلمه عنها. والمجموعة (ب) أيضا تحتوى على عشرين كارتًا أحمر وأسود، ولكنك لم تحصل على أية معلومات أخرى، وعدد الكروت الحمراء مقابل السوداء كان غامضا. وإذا كان عليك أن تنتقى كارتًا أسود لتربح عشرين دولارًا. فمن أى مجموعة ستختار؟ معظم الأشخاص سيختارون المجموعة (ب) التى تعطيهم فرصة للربح بنسبة ٥٠% مقابل ٥٠%. وهذا يبدو معقولاً، ولكن دعنا الآن نغيّر القواعد شيئًا ما، وبهذا أصبحت جائزة العشرين دولارًا تمنح لمن ينتقى كارتًا أحمر. والآن أى مجموعة ستسحب منها الكارت؟ عندما اخترت المجموعة (أ) فى المرة الماضية يبدو أنه ساورك شك بأن المجموعة (ب) تحتوى كروتًا حمراء يزيد عددها على عدد الكروت السوداء فإذا ما صدق ذلك فالمؤكد أن التحول إلى المجموعة يكون أمرًا معقولاً. أو لا يكون الأمر كذلك! وفى اختبار بعد اختبار، يختار الأشخاص المجموعة (أ) للمرة الثانية. والتفسير الأكثر قبولاً لهذا النمط هو أن الناس لديهم كراهية كثيفة للأوضاع الغامضة: وبدلاً من الغرق فى غير المعلوم، فإنهم يتخيرون المقامرة ذات التحيزات المعروفة.

قام كاميرر ومجموعة الباحثين العاملين معه، بفحص مجموعة من المتطوعين فحصًا دقيقًا بأجهزة ***MRI*** فى أثناء لعبهم للعبة مماثلة للعبة التى سبق لى وصفها. وفى مجموعة مبدئية من المحاولات تم إخطار اللاعبين بعدد الكروت الحمراء والسوداء فى كل مجموعة. وكان عليهم التنبؤ بلون الكارت التالى هل سيكون أحمر أم أسود. وفى مجموعة ثانية من المحاولات طلب إليهم أيضا التنبؤ بلون الكارت التالى ولكن بدون إعطائهم أى معلومات عن تكوين مجموعة الكروت (من ناحية الألوان). وقد أوضحت بيانات التصوير أن الخاضعين للتجربة قد اختلفت ردود أفعالهم حسب كمية المعلومات التى كانت لديهم. وفى مجموعة أخرى

من المحاولات، أظهرت أمخاخهم نشاطا أكثر كثيرًا فى لوزة الحلق، وزوج من الأعضاء ذوى الشكل اللوزى موجودين على عمق فى المنطقة الطرفية. "إن المخ لا يحب الأوضاع الغامضة"[١]. كما أخبرنى كاميرر. "وعندما لا يمكنه تمييز ما يحدث، تقوم لوزة الحلق بنقل الخوف إلى قشرة التجويف البصرى الأمامى *orbit frontal Cortex*".

وفى بعض الظروف، يبدو، أن النظام الطرفى للمخ ***brain's limbic system*** يمكن أن يتخطى ويتجاهل مناطقه الأكثر تطورًا، مما يدفع الأشخاص إلى اتخاذ قرارات تتسم بقصر النظر، وفى إحدى التجارب التى قام بها لايبسون ولوفينستين مع اثنين من علماء النفس هما جوناثان كوهين ***Jonathan Cohen*** من جامعة برنستون وصمويل ماكلور ***Samuel McClure*** من جامعة ستانفورد، طلبت بعض التعليمات من مجموعة من الطلبة المتطوعين أن يختاروا بين هديتين هما: مستند هدية أمازون بمبلغ ١٥ دولارًا يمكن استخدامه فورًا، أو مستند هدية أمازون بمبلغ ٢٠ دولارًا يمكن استخدامها فى ظرف أسبوعين أو شهر. وتم نشر نتائج الدراسة فى مجلة ***Science*** عام ٢٠٠٤، وتبين أن كلا خيارَى الهدايا قد سبَّب اندفاعًا فى القشرة الأمامية ***Prefrontal Cortex***، ولكن الخيار الفورى أيضًا قد أحدث اندفاعًا فى نشاط المنطقة الطرفية، وكلما زاد النشاط فى المنطقة الطرفية، كلما ازداد احتمال قيام الخاضع للتجربة بانتقاء المستند المتاح فورًا وإن كانت قيمته أقل بمبلغ خمسة دولارات[٢].

---

(1) *John Cassidy, Mind Games," New Yorker, September 18, 2006, 32*

(٢) دراسة *Gift Certificate Study: Samuel M. McClure, David Laibson, George Lowenstein, and Jonathan D. Cohen, "Separate Neural Systems Value Immediate and Delayed Monetary Rewards," Science 306 (October 15, 2004)*

ولعل تصوير دراسات مثل هذه يساعد كثيرًا فى تفسير عدد من الظواهر التى حيَّرت الاقتصاديين، مثل شعبية ورواج حسابات ادخار الكريسماس، التى يسهم فيها الناس طوال العام. "لماذا يضع إنسان أمواله فى حساب ادخارى لا يقدم أى فائدة بل ويفرض عقوبة إذا قمت بسحب النقود مبكرًا؟"[١] كان هذا سؤال كوهين عندما قابلته من أجل مقال ظهر فى مجلة ***The New Yorker*** فى عام ٢٠٠٦. "إن هذا ببساطة أمر غير معقول من ناحية النموذج الاقتصادى التقليدى الرشيد. والسبب هو أن هناك نظامًا طرفيًا ينتج دافعًا قويًا، وعندما يرى شيئًا يحبه، فإنه يريده الآن. ولذا فإنك تحتاج إلى نوع من وسائل الالتزام المسبَّق لتجعل الناس يدخرون".

أدى صعود اقتصاديات السلوك واقتصاديات الأعصاب إلى إثارة تحدٍ مباشر لفكرة الرشد ***rationality*** التى يقوم على أساسها قدر كبير من علم الاقتصاد. وحتى بين الرواد فى تلك الميادين، على الرغم من ذلك، هناك اختلافات فى الرأى حول المدى الذى ينبغى الذهاب إليه فى التخلص من الاقتصاديات البشرية ***Homo economicus***. يعتقد بعض الاقتصاديين، مثل كاميرر ولوفينستين أن نموذج الاختيار الرشيد بأكمله يحتاج إلى أن يحل شىء آخر محله. أما الآخرون فهم أكثر حرصًا، كما أخبرنى دافيد لايبسون "إن ذلك ليس رفضًا بالجملة للمنهجية التقليدية. ولكنه مجرد اعتراف بأن عملية صنع القرار ليست دائمًا كاملة ومثالية. والأشخاص يحاولون أن يفعلوا أفضل ما يمكنهم، ولكنهم أحيانًا يرتكبون أخطاء"[٢].

ورأيى الشخصى يقترب كثيرًا من رأى لايبسون. إن الناس ليسوا أغبياء ولكنهم ليسوا بالضرورة يعرفون ما الذى يريدونه، ولا أين تكمن أفضل مصالحهم. والمشكلة داخلية وخارجية. إن نهج كفاءة السوق/ التوقعات الرشيدة يفترض شفافية

---

(1) Cassidy, "Mind Games," 34

(٢) نفس المرجع السابق، صفحة ٣٧

المعرفة الذاتية، ومن أجل تعظيم مصالحنا الذاتية، فإننا يجب أن نعرف ما هى هذه المصالح. ولكن الناس غالبا ما يخضعون للدوافع المنافسة. ونظامهم المخى الأول يخبرهم بالتخطيط للمستقبل، والادخار من أجل التقاعد، والحرص فى الأفعال، ولكن نظامهم المخّى الثانى يصيح فيهم للتمتع باللحظة الحاضرة، والكسب السريع، والتقدم على الزميل الآخر. وفى نفس الوقت، كما أكّد كينز، فإن معرفة الأشخاص بالعالم الخارجى، وخاصة المعرفة بالمستقبل، غالبا ما تكون محدودة بشدة. حتى إذا ما حاولوا حساب كافة المزايا والعيوب فى عملية شـــراء معينـــة، أو استثمار معين، فإن الأرقام نادرًا ما تعطى إجابة جلية لا لبس فيها.

وفى هذا النوع من البيئة، والتى تعرف باسم الواقع، من الصعب جدًا أن يكون مستغربا أن اللا منطقية الرشيدة غالبا ما تكون مشكلة وبدلاً من العناية بالنظر فى جميع الخيارات والتباديل الممكنة، يميل الأشخاص إلى رد الفعل تجاه الحوافز المالية الواضحة والمباشرة. وإذا أمكن لأحد صناديق التحوط أن يحقق عائدًا سريعًا من خلال الشراء فى أسهم القطاع الصناعى أو الأسواق الأجنبية الفورية، فإنه سيمضى قدما ويفعل ذلك، وإذا كان أحد سماسرة الأسهم يمكنه الحصول على علاوة أكبر ببيع أسهم الإنترنت لبعض المستثمرين السذّج، فإنه سيقوم بعملية البيع. وإذا كان لدى أحد ملاك المنازل قدر فائض من النقود ويرى الفرصة سانحة لتحقيق كسب خاطف من خلال شراء وبيع مسكن مزدوج ***condo*** فى مبنى جديد ارتفع فى الجانب المقابل من الشارع، فإنه فى الغد صباحا سيكون واقفا أمام سمسار العقارات الذى يقوم بعمليات البيع.

الفصل السادس عشر

هايمان مينسكى وتمويل بونزى

فى أغسطس ٢٠٠٧ بعد فترة قصيرة من بداية أزمة الرهون العقارية، ظهرت قصة على الصفحة الأولى لجريدة وول ستريت *Wall Street Journal* تقول "إن الاضطراب الأخير فى السوق يهز المستثمرين حول العالم. ولكنه يؤدى إلى رفع أسهم شخص واحد: وهو اقتصادى لا يحظى بقدر من الشهرة ولكن آراءه أصبحت فجأة شديدة الرواج"[1]. هذا الاقتصادى المقصود كان هايمان مينسكى، اقتصاديا كينزيا يعلن ذلك، وقام بالتدريس فى جامعة واشنطن فى سانت لويس. ومن أوائل الستينيات فى القرن الماضى وحتى وقت قصير قبل وفاته فى عام ١٩٩٦، كان مينسكى يجاهر بالرأى فى أن رأسمالية السوق الحر غير مستقرة بشكل متأصل، وأن المصدر الرئيسى لعدم الاستقرار هو الأعمال غير المسئولة لرجال البنوك، والتجار، وغيرهم من أنواع الماليين. وحذر مينسكى أنه إذا فشلت الحكومة فى تنظيم القطاع المالى بشكل فعال، فإنه سيخضع لانفجارات دورية، بعضها يمكن أن يغرق الاقتصاد بأسره فى عدة حالات ركود مطولة. وقال مستر جستين لاهارت *Justin Lahart* من الجريدة "إنه فى الوقت الذى كان فيه كثير من الاقتصاديين يكادون يؤمنون بكفاءة الأسواق، فإن مستر مينسكى كان يعتبر أصوليا *radical*

---

(1) *Justin Lahart, "In Time of Tumult, Obscure Economist Gains Currency," Wall Street Journal, August 18, 2007*

إلى حد ما". والآن، على أى حال فإن كثيرًا من الاقتصاديين فى وول ستريت وأحد محافظى الاحتياطى الفيدرالى على الأقل يستغرقون فى قراءة كتبه ومقالاته، والتى نفد معظمها. "إننـــا فى وسط لحظة مينسكى، نجاور بقايا مينسكى" هذا ما قاله **Paul McCulley** عضو مجلس الإدارة المنتدب فى شركة باسيفيك لإدارة الاستثمار، **Pacific investment Management Company**. أكبر شركة عالمية لإدارة سندات صناديق الاستثمار. لمستر لاهارت.

وُلد مينسكى فى شيكاغو فى ٢٣ سبتمبر ١٩١٩. وكان قد أتى من خلفية يسارية: فقد كانت أمه من نشطاء نقابات العمال وكان والده عضوًا بالحزب الاشتراكى (طبقًا لحكاية العائلة، كان الأب والأم قد التقيا فى احتفال بمئوية مولد كارل ماركس). وكما حدث مع بول صمويلسون، وميلتون فريدمان وكثير آخرين من جيله، وكان الكساد العظيم الذى أوحى باهتمام مينسكى بعلم الاقتصاد. وكان فى المدرسة الثانوية قد انضم إلى قسم الشباب بالحزب الاشتراكى. وفى خلال سنته الثانية فى جامعة شيكاغو، التى كان قد التحق بها عام ١٩٣٧، وشهد سلسلة من المحاضرات عن الاقتصاد الاشتراكى، وكان المحاضر هو أوسكار لانج **Oskar Lange** الاقتصادى البولندى والتكنوقراطى الذى ساعد فى صياغة فكرة كفاءة السوق. كان مينسكى يدرس الرياضيات كمادة أساسية فى ذلك الوقت، ولكنه قرر التحول إلى دراسة علم الاقتصاد، ويشهد فصولاً كان يقوم بالتدريس فيها لانج وهنرى سيمونز، وهو رجل جامعة شيكاغو الحقيقى الذى مع ذلك كان منتقدًا لنواحٍ عديدة فى الرأسمالية. وفى صيف عام ١٩٤٢، أمضى مينسكى الصيف فى جامعة هارفارد يعمل مع واسيلى ليونتيف أحد رواد علم الاقتصاد الرياضى. وبعد ثلاث سنوات قضاها فى خدمة الجيش الأمريكى، عاد إلى جامعة هارفارد لاستكمال أعماله فى الدراسات العليا، وعمل كمساعد مدرس للأستاذ ألفن هانسن **Alvin Hansen** الذى كان الأمريكى الكينزى القائد فى زمانه.

ومع تعليمه الكاثوليكى المثير للإعجاب، ربما كان ليس من المستغرب أن يفشل مينسكى فى الالتزام بالأرثوذكسية التى تتزايد جمودًا والتى تولت شئون علم الاقتصاد فى فترة عقود ما بعد الحرب. وفى بعض النواحى، كان يمثل رِدَّة. وكان يعبر عن آرائه وأفكاره باللغة الإنجليزية الواضحة، مع استخدام المعادلات باقتصاد، وكان لا يبذل محاولات للبقاء على نفس المستوى الثقافى الشائع. ولكن ما كان ينقص مينسكى من الحداثة قد عوَّضه بل وأكثر فى بعد النظر. وعلى الرغم من أنه نادرًا ما أشار بصراحة إلى أفكار مثل معضلة السجين، عدم تماثل المعلومات، أو قصر النظر المدمر فإن تحليله كان يعرض إدراكًا حادًا لمختلف مصادر فشل السوق. ولما كان مينسكى أحد طلبة كينز فى رسالة عن الاحتمال ***Treatise on Probability***، وكذلك النظرية العامة ***The General Theory*** وهو لم يقبل أبدًا أن الأسواق المالية قد قامت بتجميع البيانات الاقتصادية بكفاءة، أو أن القرارات التى تتعلق بالمستقبل يمكن تمثيلها كعملية تأخذ التوقعات الرياضية للاحتمالات المعروفة. "وبالنسبة لرجال الأعمال، ومديرى المحافظ، ورجال البنوك، فإن عدم اليقين يعنى قرارات تم اتخاذها مع عدم معرفة المنشأة" هكذا كتب مينسكى فى عام ١٩٨٦، "ولكل من العلماء المتشككين ورجال الأعمال المتشككين فإن كلمة "أنا لا أعلم" غالبًا ما تكون أكثر الإجابات ملاءمة على الأسئلة المتصلة بصنع القرار"[١].

كان مينسكى ينظر إلى نفسه باعتباره ممثلاً لــ "ما بعد الكينزيين" "*Post Keynesian*". وعلى الرغم من نجاح كينز فى كتابه "النظرية العامة" "***The General Theory***" فى غرضه الرئيسى وهو عرض كيف يمكن لاقتصاد السوق الحر أن يقع فى حالة

---

(١) مقتبس من ***"Hyman P. Minsky," in Philip Arestis and Malcom C. Sawyer, eds., A Biographical Dictionary of Dissenting Economists (Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 2001), 412.*** تعليق الكاتب: "كتب مينسكى سيرته الذاتية بنفسه"

هبوط، إلا أنه لم يفسر كيفية حدوث الارتفاعات والانخفاضات في المقام الأول. كما أن اتباعه الرئيسيين مثل ألفين هانسن وبول صمويلسون، قد تجاهلوا هذه المشكلة إلى حد كبير. وقد انشغل نوع الكينزية الذي يتبعونه بصفة رئيسية باستكشاف كيف أن السياسة النقدية وسياسة المالية العامة يمكن استخدامهما لتحقيق استقرار الاقتصاد في وجه الصدمات الخارجية، مثل ارتفاع أسعار النفط، أو انهيار الصادرات. وقد عامل الإطار الكينزي الرئيسي القطاع المالي بطريقة متعجّلة. وليس به مكان لفقاعات سوق الأسهم، أو أزمات الائتمان الطاحنة، أو غيرها من أمراض وول ستريت. وكانت هذه هي الثغرة التي بدأ مينسكي عمله في سدّها. "إن شوارع وول ستريت العالمية مهمة" هكذا كتب في كتابه الصادر في عام ١٩٨٦ "تحقيق استقرار لاقتصاد غير مستقر ***Stabilizing on Unstable Economy***" والذي يقال إن نسخه كانت تباع بمئات الدولارات على موقع ***eBay*** في صيف ٢٠٠٧؛ "إنها تولّد قوى عدم الاستقرار، وبين وقت وآخر تؤدي العمليات المالية لاقتصادنا إلى تهديدات خطيرة لعدم الاستقرار المالي والاقتصادي". أي أن، "سلوك الاقتصاد يصبح غير متماسك"(١).

بدأ تحليل مينسكي للرأسمالية المالية من ملاحظته أنها عادة ما تتضمن تقديم النقود اليوم مقابل وعد بالنقود في المستقبل. ويستخدم النقد المقدّم في تمويل السلع الاستثمارية، مثل المصانع، والآلات، والملكيات التجارية. وإذا ما استمر كل شيء على ما يرام، فإن الاستثمارات الجديدة سوف تولّد نقدًا كافيًا لتقديمه إلى من قدم النقود في البداية مع تدفقات من الأرباح أو مدفوعات عن الفوائد، إلى جانب سداد الأصل. وعلى أي حال، ولأن المستقبل غير متيقن بحكم طبيعته، فليست هناك طريقة للتنبؤ إذا ما كانت ستحقق نتائج مادية طيبة، أو إذا ما كان الدائنون

(1) Hyman Minsky, Stabilizing an Unstable Economy (New York: McGraw Hill, 2008), 4

سيتعثرون ويتوقفون عن السداد. ولذا، أشار مينسكى، إلى أن توسع الاقتصاد يعتمد على ترحيب الأشخاص والمؤسسات بالنقود "لكى يضاربوا على مستقبل التدفقات المالية وأحوال وظروف السوق المالية".

فى النظام الرأسمالى. يحدث قدر كبير من هذه المضاربة من خلال النظام المصرفى، الذى يعمل باعتباره المخصّص الرئيسى لرأس المال. وفى أثناء زمن الرخاء، تتفتح شهية البنوك لزيادة تحمل المخاطر فى الوقت نفسه بينما منشآت الأعمال وروادى العمال يسعون بشكل أكبر للحصول على نقود أكثر لتمويل خططها التوسعية. وفى الواقع، فإن البنوك والمؤسسات المالية الأخرى تتنافس فيما بينها لعرض رأس مال إضافى، عن طريق كل من التوسع فى أشكال الائتمان الموجودة وابتكار ما وصفه مينسكى بأنه "أشكال جديدة من النقود" والتى كان يعنى بها أنواعا جديدة من القروض. ومع ازدياد سهولة الحصول على الأموال المفترضة يرتفع الإنفاق الاستثمارى، وتفعل أسعار الأسهم وأرباح الشركات الشىء نفسه، ويؤدى هذا إلى تقوية وتعزيز طلب منشآت الأعمال على الائتمان وترحيب رجال البنوك وغيرهم من المقرضين بتقديمه.

وقد أكد مينسكى بأن هذه العملية لا تعتمد على أى حدث خارجى، مثل اختراع تكنولوجيا جديدة مثيرة أو أى تسهيل فى السياسة النقدية أو فى سياسة المالية العامة، على الرغم من أن هذه الأشياء تعزز زخم الارتفاع. وقد أتت المبادرة الرئيسية من القوى المتنافسة التى تعمل فى داخل القطاع المالى. وأى فترة من الاستقرار الاقتصادى "تؤدى إلى توسع التمويل عن طريق القروض يكون ضعيفا فى بادئ الأمر بسبب ذكريات الصعوبات المالية السابقة"[1]، كما كتب مينسكى. "إن فترة الهدوء عادة ما تكون فترة انتقال بسبب المضاربة المستمرة،

---

(1) Hyman P. Minsky, Stabilizing an Unstable Economy (New York: McGraw Hill, 2008), 199

والتجارب مع هياكل الالتزامات والأصول المالية الجديدة ستؤدى بالاقتصاد إلى ازدهار الاستثمار".

ومع احتمال الإفراط فى التبسيط، فإن حجة مينسكى يمكن أن تخفض إلى ثلاث كلمات وهى أن: "الاستقرار يؤدى إلى عدم الاستقرار ***Stability is destabilizing***" وفى المراحل المبكرة من الدورة: تقوم البنوك بالإقراض فقط إلى منشآت الأعمال التى تولد نقدًا كافيًا لمواجهة مدفوعات الفوائد المنتظمة، وسداد الأصل على أساس استهلاك الدَّين. وقد أشار مينسكى إلى هذه الصيغة من القروض باعتبارها "تمويل التحوط ***hedge finance***". (وقبل ظهور صناديق التحوط كانت كلمة "***to hedge***" تعنى اتخاذ إجراءات الحذر) ومع تقدم الازدهار، تزداد المنافسة بين المقرضين، ويتناقص إحساسهم الغريزى بالحذر. وكثير منهم يمضى فى تقديم القروض إلى مقترضين لا يمكنهم سوى مواجهة مدفوعات الفوائد. وعند كل تاريخ دفع، كانت شريحة الفوائد المستحقة التى لا يمكن للمقترضين سدادها تضاف إلى أصل الدين، وهو ما يعنى إطالة مدة سداد القرض، مع زيادة المبالغ التى يستحق عليهم دفعها فى نهاية الأمر. ومن الناحية الفنية فإن القروض ذات هذه السمة يطلق عليها "الاستهلاك السلبى ***negative amortization***". وقد أشار إليها مينسكى باسم "تمويل بونزى ***Ponzi finance***" لأن سدادها يعتمد على حصول المقترض على مصدر جديد من الدخل. وإذا لم يتحقق هذا المصدر فإن المقترض سيكون مضطرًا إلى التوقف.

وتنتشر قروض الاستهلاك السلبى بصفة خاصة فى الصناعة العقارية. وفى أثناء الازدهار الاقتصادى، تتجه قيم الأراضى والملكيات إلى الارتفاع بشكل حاد. وهذا يسهِّل إحداث توسع كبير فى الإقراض المشكوك فيه إلى القائمين بالتنمية العقارية، وغيرهم من الرياديين المضاربين، الذين يقومون برهن المشروعات التى

يعملون بها كضمان. وأحيانًا ما توافق البنوك على تقديم القرض وتأجيل أى مدفوعات عن الفوائد حتى يتم استكمال مبنى معين أو إتمام عملية تنمية، وهى تعكس بذلك اعتقادًا بأنها ستقوم ببيع العقارات بأسعار تغطى الأصول وفوائد المستحقين. ولكن هناك دائمًا خطر بتحول سوق العقارات قبل بيع المشروع، تاركًا الدائن غير قادر على السداد الكامل للدين. "ومثل هذه القروض تحمل مذاق تمويل بونزى إلى الهيكل التمويلى"[١]. كما كتب مينسكى.

ليس هناك أى ازدهار ائتمانى يستمر إلى الأبد. فلابد عند نقطة ما، أن يصاب المقرضون بالعصبية والقلق بشأن كل الائتمان المشكوك فيه الذى منحوه فعلاً. وهذا يدفعهم إلى طلب سداد بعض الائتمان القائم ويجعلهم يقيّدون إصدار ائتمان جديد. وبعد أن كانت النقود تتدفق بحرية ويسر، أصبحت فجأة صعبة المنال، حتى بالنسبة للدائنين حَسنى السمعة المالية. هذه هى "لحظة مينسكى ***Minsky's moment***" من النوع الذى حدده بول ماكولى وغيره من اقتصاديى وول ستريت فى شهر أغسطس ٢٠٠٧. وفى نضالهم من أجل الوفاء بالتزاماتهم المالية، اضطر بعض المقترضين المتزعزعين إلى بيع كل ما يمكنهم بيعه من الأصول التى يمكنهم تصفيتها. وكتب مينسكى بجفاف "إن هذا يحتمل أن يؤدى إلى انهيار فى قيمة الأصول"، وهو ما يمكن أن يؤدى بدوره إلى "طريق حلزونى لهبوط الاستثمار، وهبوط الأرباح، وهبوط أسعار الأصول"[٢]. وما لم تتدخل السلطات المالية، وزيادة حرية إقراض المال العام لمن يحتاج إليه، فإن النتيجة النهائية يمكن أن تكون انكماشًا مؤلمًا فى القروض وكسادًا عميقًا.

وفيما بعد ربما كان طعنة فى قلب فرضية كفاءة السوق، وصف مينسكى رأيه بأن الاقتصادات الرأسمالية تتقدم لا محالة من التمويل المحافظ إلى المضاربة

---

(1) Hyman P. Minsky, Stabilizing an Unstable Economy (New York: McGraw Hill, 2008), 261

(2) Hyman P. Minsky, Stabilizing an Unstable Economy (New York: McGraw Hill, 2008), 239

المتهورة باعتبارها "فرضية عدم الاستقرار المالى *financial instability hypothesis*". وقد وصفها مينسكى بأنها تفسير للنظرية العامة لكينز، كما نسب أيضًا إلى الاقتصادى الأسترالى جوزيف شومبيتر تنفيذه لآرائه. "إن النظرية الأولى لفرضية عدم الاستقرار المالى هى أن الاقتصاد لديه نظم مالية يكون مستقرًا فى ظلها"(١). وفقًا لتفسيره فى عام ١٩٩٢. "والنظرية الثانية لفرضية عدم الاستقرار المالى هى أنه فى خلال الفترات الممتدة للازدهار الطويل، ينتقل الاقتصاد من العلاقات المالية التى تجعله نظامًا مستقرًا إلى العلاقات المالية التى تجعل منه نظامًا غير مستقر.

وعلى الرغم من أن مينسكى لم يكتب هذا بالنص فإن فرضية عدم الاستقرار المالى هى نظرية للاّ منطقية الرشيدة، ومع الإجراءات الرشيدة للبنوك وغيرها من المنشآت المالية الأخرى فإنها تعمل على عدم استقرار النظام بأكمله. "وفى عالم ذى تمويل رأسمالى فإنه لا يصدّق ببساطة أن قيام كل وحدة باتباع مصلحتها الذاتية سيؤدى إلى اقتصاد متوازن"(٢) حسب ما كتب مينسكى. "إن المصلحة الذاتية لأرباب البنوك، والمستثمرين الماليين، ومنتجى الاستثمار يمكن أن تؤدى بالاقتصاد إلى التوسعات التضخمية، وتقلصات تخلق البطالة. وتحليل العرض والطلب - التى تؤدى فيه عمليات السوق إلى توازن - لا يفسر سلوك اقتصاد رأسمالى، لأن العمليات المالية تعنى أن الاقتصاد به قوى باطنية لعدم الاستقرار".

إن معرفة مينسكى للعمليات المصرفية لم يكن مقصورًا على ما قرأه فى الكتب. فقد عمل لسنوات كمستشار وكمدير لبنك مارك توين فى سانت لويس، مبديًا اهتمامه بجمع نواحى العمل المصرفى. وفى النموذج التقليدى لأعمال البنوك، الذى يرجع تاريخه إلى عدة قرون، فإن البنوك تأخذ الأموال عن عملائها، وتقرض

---

(1) ورقة بحثية *Hyman Minsky, "The Financial Instability Hypothesis," Working Paper no. 74, Jerone Levy Economics Institute of Bard College, May 1992, 7-8*

(2) *Hyman P. Minsky, Stabilizing an Unstable Economy (New York: McGraw Hill, 2008), 280*

معظم ما تحصل عليه إلى منشآت الأعمال ومقترضين آخرين، مع الاحتفاظ بمبلغ صغير كاحتياطى لمواجهة طلبات المودعين على النقود. ومصدر أرباح البنوك هو "الفارق *Spread*" بين أسعار الفائدة التى تدفعها للمودعين وأسعار الفائدة التى تتقاضاها من المقترضين. وفى هذه الصيغة من عمل البنوك، يكون دور القطاع المصرفى سلبيًا، حيث يعمل كوسيط بين المدخرين والمقترضين، ونواحى نشاطها ليس لها أثر كبير على المستوى الشامل للنشاط الاقتصادى.

وأشار مينسكى إلى عدد من العيوب فى هذا التحليل، بادئًا بحقيقة أن البنك عندما يقدم قرضًا فإنه يخلق سلعة خاصة جدًا؛ هى النقود. وعندما تقوم البنوك بزيادة الإقراض معًا، ينمو العرض الإجمالى للنقود فى الاقتصاد. وهو ما يعنى ازدياد قوة الإنفاق الإجمالى. وبالمثل، فإنه عندما تقوم البنوك بطلب سداد القروض وترفض تقديم قروض جديدة، ينقلص عرض النقود وتهبط القوة الشاملة للإنفاق. وبعيدًا عن الحكومة، فإن البنوك هى المؤسسات الوحيدة فى الاقتصاد التى لديها القدرة على خلق النقود، وهذا هو السبب فى أهميتها الشديدة.

ولسوء الحظ، فليس هناك شيء فى عقد توظيف المصرفى العادى يقول بأنه ينبغى أن يأخذ فى الحسبان تأثير تصرفاته على الاقتصاد ككل، وهو نوع آخر من الكميات الفائضة التى حددها بيجو *Pigovian Spillovers*. وكموظف فى شركة عامة، فإن التزامه الوحيد هو تعظيم الأرباح. وهو ما يتضمن التوسع فى الإقراض عندما يرى أن المستقبل جيد، وأن يرفض الإقراض عندما ينتابه القلق بشأن المستقبل. ولكن مستوى إقراض البنك الذى يراه الفرد معقولاً ليس بالضرورة أن يكون معقولاً بالنسبة للبلاد.

وهناك نقطة مماثلة تنطبق على رافعة البنك *Bank leverage*، أو الاقتراض. وقد يبدو من الغريب التفكير فى البنوك وغيرها من المؤسسات المالية كمقترضين،

إذ أن دورهم التقليدى، كما هو معروف، هو القيام بدور المقرضين. ولكن بالإضافة إلى الحصول على النقود من المودعين، فإن بمقدورهم الإقراض أيضا، والبنوك تقترض النقود بعديد من الطرق، فهى تصدر سندات طويلة الأجل وسندات قصيرة الأجل وهى تأخذ قروضا من بعضها البعض لمدة ليلة واحدة فى السوق المصرفية ***Interbank market***، وأحيانا، تقوم بالاقتراض من الاحتياطى الفيدرالى. (البنك المركزى ***Fed***). ماذا تفعل البنوك بكل هذه الأموال التى تقترضها؟ يقوم بعض البنوك بإقراضها إلى الأفراد ومنشآت الأعمال، ويقوم باقى البنوك باستثمارها فى أصول مالية؛ مثل أذون الخزانة ***Treasury Bonds*** وسندات الرهون ***mortgage securities***. وإذا ما كانت العائدات التى يتلقاها البنك على استثماراته المالية تزيد على تكاليف اقتراضه الخاص، فإن البنك يحقق أرباحا.

والبنك مثل أى مستثمر آخر، يمكنه زيادة عائداته من خلال زيادة رافعته. ولنأخذ مثلاً بنكا رأس ماله ١٠٠ مليون دولار، ولديه ٤٠٠ مليون دولار ودائع من عملائه يدفع عنها معدل فائدة سنويا يبلغ ٣%. فإذا احتفظ البنك بنسبة ١٠% كاحتياطى رأسمالى وأقرض باقى أمواله بمعدل فائدة سنوى يبلغ ٨%، فإنه يكسب ٢٤ مليون دولار فى السنة. والآن لننظر إلى البنك نفسه، ولكن لنتخيل أنه يقترض ٥٠٠ مليون دولار، ويقوم بإقراض هذه الأموال بسعر فائدة ٤% أيضا، فإن أرباحه ستقفز إلى ٤٠ مليون دولار وذلك ببساطة من خلال تطبيق الرافعة السحرية، وبذلك يكون البنك قد رفع عائده على رأس المال الموظف بنسبة الثلثين.

أين الصيد إذن؟ فى زيادة الرافعة، أى أن البنك يتحمل مخاطر أعلى وأكثر. وإذا توقف بعض المقترضين منه عن السداد، أو فسدت استثماراته، فإن قدرا كبيرا من رأس ماله يمكن أن يتبخر بسرعة، تاركا إياه معرضا لمخاطر الانهيار. ولمنع البنوك من الإلقاء بنفسها فى هذه الورطة، تقوم الجهات الرقابية بفحص دفاتر

قروض البنوك على فترات منتظمة وتصر على محافظة البنوك على احتياطيات رأسمالية كافية. وعلى أى حال، فإن البنوك غالبا ما تجد طرقًا للالتفاف حول الإرشادات التنظيمية. وقد كتب مينسكى فى نهاية عام ١٩٨٣، أن بعض أكبر البنوك في البلاد، مثل بنك أوف أمريكا وبانكرز ترست ***Bankers Trust***، كانا يقترضان نحو ٩٧ سنتًا من كل دولار قاما بإقراضه أو قاما باستثماره. بل إن المؤسسات التى يُفترض فيها المحافظة مثل ميللون بنك ***Mellon Bank*** كانت عليه ديون تعادل أكثر من ٩٠% من أصوله. لقد كانت الزيادة فى نسب رافعات البنوك "جزءًا من العملية التى تحركت بالاقتصاد إلى ناحية الهشاشة المالية"[١]. كما كتب مينسكى. هذا بالإضافة إلى أن ترك البنوك معرضة بدرجة أكبر للصدمات الاقتصادية، أدى إلى توليد قدر كبير من الإقراض غير المسئول. ولتوظيف كل هذه الأموال التى قامت البنوك باقتراضها كان عليها أن تبحث عن عملاء هامشيين، وتمتد بنشاطها إلى نواحٍ جديدة أكثر مخاطرة. وكما وصفها مينسكى فإن "معدل رافعة البنوك واستيراد طريقة تمويل بونزى المضارب فى تمويل الاقتصاد كانا هما جانبى العملة".

كانت إحدى نواحى القصور فى وجهة النظر التقليدية لأعمال البنوك، والتى أبرزها مينسكى، هى فشلها فى اتخاذ احتياطات كافية فى حسبانها بشأن المبتكرات المالية الجديدة. "وكان مثلهم مثل كافة ريادیی الأعمال ***entrepreneurs*** فى أى اقتصاد رأسمالى، ومن ثم كان رجال البنوك يدركون أن الابتكار يؤكد الأرباح"[٢] كما كتب مينسكى. "ولذا فإن المصرفيين سواءً أكانوا سماسرة أم متعاملين هم تجار قروض يحاولون جاهدين الابتكار فيما يمتلكون من الأصول والالتزامات

---

(1) *Hyman P. Minsky, Stabilizing an Unstable Economy (New York: McGraw Hill, 2008), 265*

(2) *Hyman Minsky, "The Financial Instability Hypothesis," Working Paper no. 74, Jerone Levy Economics Institute of Bard College, May 1992, 6*

التى يقومون بتسويقها. وإحدى الطرق السريعة بالنسبة للبنك هى التوسع فى إيراداته من خلال منح الائتمان إلى أشخاص ومنشآت أعمال "ربما كان سيرفض طلبهم للحصول على قروض للشك فى قدرتهم على السداد". وفى العصر الذى كانت البنوك فيه عادة تتابع القروض التى أصدرتها حتى تاريخ استحقاقها، وكان اتباع هذه الإستراتيجية ذات المخاطر للإقراض عادة أمرًا غير معقول؛ لأن الدخل الإضافى فى القروض الجديدة لم يكن كافيًا لتغطية زيادة احتمال التوقف ولكن ابتداءً من السبعينيات فى القرن الماضى، أدت سلسلة من الابتكارات المالية إلى إحداث تحول فى هيكل الحوافز الذى كانت البنوك تواجهه.

كان التطور الرئيسى هو ظهور "التسنيد ***Securitization***" – أى تحويل الديون المضمونة بعقارات مرهونة إلى سندات ***mortgage bonds***. وفى عام ١٩٧٠ قامت الجمعية الحكومية الوطنية للرهون ***Government National Association (Ginnie Mae)*** وهى إحدى ثلاث وكالات ترعاها الحكومة وتقوم بضمان أنواع من قروض المساكن، أما الأخريان فهما الجمعية الوطنية الاتحادية للرهون ***Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)*** والشركة الاتحادية لرهون قروض المساكن ***Federal Home Loan Mortgage (Freddie Mac)*** وقد قامتا بإصدار نوع جديد من السندات سُمى ***Residential mortgage backed security*** (سند بضمان رهن منزل ***RMBS***). والسند ببساطة هو قرض. وهو عبارة عن قطعة ورق تقدم وعدًا لحاملها (المقرض) بمجموعة من مدفوعات الفوائد فى خلال مدة معينة، مع سداد كامل الأصل فى تاريخ معين. ومن الناحية النظرية، فإن أى كيان اقتصادى يولّد تدفقات نقدية معقولة ويمكن الاعتماد عليها يمكن أن يقوم بإصدار سند. وقبل عام ١٩٧٠، كان أكبر مصدرى السندات هم الحكومات، التى تقوم بتوليد الضرائب، والشركات. وكانت فكرة (جِنى ماى ***Ginnie Mae***) هى أن تقوم بتجميع عدد من قروض المساكن، وأن تعمل على

تجميع المدفوعات الشهرية التى تولدها، ثم استخدام هذا التدفق النقدى كدعامة ساندة للسند. وطالما أن معظم ملاك المنازل يحافظون على دفع المستحقات الشهرية عليهم، فلا يهم كثيرًا إذا ما توقفت قلة منهم عن الدفع أو قام بعض منهم بسداد الأصل مبكرًا عن موعده، فسيكون هناك ما يزال نقدٌ كافٍ لدفع الفوائد المستحقة لحملة السندات. وما دامت قروض المساكن الفردية التى تقوم على أساسها سندات الرهون مضمونة من الحكومة، فإن المخاطر الائتمانية المرتبطة بها تكون منخفضة جدًا، كما أنها كانت تتلقى تصنيفًا ائتمانيًا عاليًا، وكانت تدفع معدل فائدة يزيد زيادة طفيفة على معدل فائدة سندات الخزانة.

وبعد بداية بطيئة، أثبتت سندات الرهون شعبيتها لدى المستثمرين المؤسسيين، مثل صناديق الاستثمار وصناديق المعاشات. وما أن رأت كل من فانى ماى ***Fannie Mae*** وفريدى ماك ***Freddie Mac*** نجاح جنى ماى ***Ginnie Mae*** حتى سارعتا فى اتباع الطريق نفسه، وارتفعت أعداد سندات الرهون القائمة بسرعة فائقة. وبمجرد أن رسخ مبدأ التسنيد ***Securitization***، بدأت منشآت وول ستريت تبحث عن تدفقات مالية أخرى يمكن تحويلها إلى أوراق قابلة للبيع. فى عام ١٩٧٧، كان سالمون برادرز وبنك أوف أمريكا قد قاما بإدارة أول عملية لتسنيد قروض المساكن التى لم تكن مضمونة من الحكومة. وفى خلال الثمانينيات من القرن الماضى، دخلت منتجات جيدة مُسَنَّدة ***securitized*** وكذلك مختصرات لأسماء جديدة بكثافة. وفى عام ١٩٨٣، قامت فريدى ماك ***Freddie Mac*** بتسويق أول التزام برهن مضمون ***Collateralized mortgage obligation (CMO)*** – نوع من سندات صندوق استثمار تتدفق إليه الأموال من مجموع رهون وسندات مدعومة برهون مقسمة إلى عدد من الطبقات المختلفة، أو "الشرائح ***tranches***". ويحصل مشترو الشرائح العليا ***Senior tranches*** على الحقوق فى النقود التالية، أما حملة الشرائح الصغرى فلهم الحق فى أى شىء يتبقى بعد ذلك. وبعد مرور

سنتين، قامت شركة تُدعى إسبرى ليس فاينانس كوربوريشن *Sperry Lease Finance Corporation* بخلق أول أصل معزز بسند *Asset – backed security (ABS)* عندما أصدرت مجموعة من السندات معززة بتدفقات نقدية من مجمَّع لتأجير معدات الحاسب الآلى.

ومع تطور سوق ثانوى للرهون ومختلف أنواع الائتمان، أصبحت البنوك قادرة على بيع كثير من قروضها. وقد حل نموذج "الإنشاء من أجل التوزيع" *originate-to-distribute* فى العمليات المصرفية تدريجيًا محل نموذج "الإنشاء من أجل الحيازة" *originate-to-hold*. وإذا كان حائز الرهن الذى تـم تسنيـد قرضه لا يحصل على مدفوعاته فى مواعيدها، فإن مشترى سندات الرهن هم الذين يخسرون وليس البنك الذى أصدر القرض.

وعلى نقيض كثير من الاقتصاديين، فإن مينسكى، اهتم بشدة بهذه التطورات، ولم ير أنها كلها سلبية. وفى إحدى الأوراق البحثية لعام ١٩٨٧ أشار إلى أن شراء سندات الرهون وغيرها من المنتجات المسنَّدة *Securitized products* قد مكنت المستثمرين من تنويع حيازاتهم بين طبقات الأصول والحدود الجغرافية. (وفى عام ٢٠٠٧ تَمَّ اكتشاف أن بعضًا من أكبر حائزى سندات رهون الولايات المتحدة هم من بنوك أوروبية غامضة). وقد لاحظ مينسكى أيضًا أن رغبة الصناعة المصرفية فى احتضان عملية التسنيد يعكس ازدياد المنافسة التى كانت تواجهها على اجتذاب الودائع والمقترضين. كما أن شركات صناديق الاستثمار وغيرها من الشركات المالية غير المصرفية، كانت تقدم حسابات جارية ذات فوائد، وكذلك بنوك الادخار والإقراض، التى كانت تخضع فيما سبق لرقابة مشددة، كانت تقدم للمودعين معدلات فائدة جذابة. وفى نفس الوقت، كان كثير من الشركات الكبرى التى كانت بحاجة إلى رأس مال عامل، يتجاهل البنوك. وبدلاً من

أن يحصلوا على قروض من بنوك مثل سيتى بنك وويلز فارجو ***Wells Fargo*** كانت هذه الشركات تصدر سندات قصيرة الأجل خاصة بها، وكانت تطلق عليها اسم "أوراق تجارية".

وقد أدى التسنيد إلى تمكين البنوك من إخراج كثير من القروض بعيدًا عن ميزانياتها. وكان هذا يعنى عدم اضطرارها إلى الاحتفاظ بمبالغ رأسمالية كبيرة كاحتياطات للوفاء بمتطلبات التنظيم والرقابة، وهو ما أدى إلى زيادة أرباحها. ولمساعدة هذه العملية واستمرارها، قام كثير من البنوك، باتباع ما كانت تفعلهُ مجموعة سيتى جروب ***Citigroup*** التى أنشأت ما أسمته "وسائل الأغراض الخاصة" ***Special Purpose Vehicles (SPVs)*** – كما كانت تعرف أيضًا بوسائل الاستثمارات المهيكلة ***Structured Investment Vehicles (SIVs)*** والقنوات (***conduits***) – والتى أصبحت من المشترين الكبار لسندات رهون المنازل ***RMBSS***، والالتزامات برهون مضمونة ***CMOs***، وغيرها من المنتجات المُسنَدَة. (وقد تضمن المشترون أيضًا صناديق الاستثمار ***mutual funds***، وصناديق التحوط ***hedge funds*** والوقفيات الثرية) وهكذا تم الاعتقاد، بأن ما كان يطلق عليه صناديق نظام الظل المصرفى سينمو إلى نسب ضخمة بينما يظل إلى حد كبير بعيدًا عن دائرة إشراف الرقابة المصرفية، وحملة أسهم البنوك والصحفيين.

لم يتحقق مينسكى من كامل آثار التسنيد – ولا أى شخص آخر – ولكنه كان أحد قلائل الاقتصاديين الذى لفتوا الانتباه إليه. وبعد وفاته فى عام ١٩٩٦، قام بعض زملائه فى المدرسة الصغيرة إلا أنها المخصصة لما بعد الكينزية، بمتابعة اهتمامه بالابتكار المالى. وفى كتابه الصادر عام ٢٠٠٢ بعنوان الأسواق المالية، والنقود والعالم الواقعى ***Financial Markets, Money & the Real World*** يشير بول دافيدسون، من جامعة تنيسى إلى أن ما يقارب نصف القروض التى أصدرتها

بنوك الولايات المتحدة فى عام ٢٠٠١ قد تحولت بعد ذلك إلى كيانات غير مصرفية، وتم ذلك فى معظم الحالات من خلال التسنيد. "إن الجانب غير الملائم لهذا التحول فى مصدر أرباح البنك من المكاسب الناشئة عن الفوائد إلى رسوم إنشاء ورسوم خدمة هو أن موظفى القروض فى البنك أصبحوا لا يهتمون كثيرا بالأهلية الائتمانية للمقترضين طالما أن هناك سوقًا قويًا لهذه القروض"(١)، حسب ما كتبه دافيدسون. ولذا فإن هناك حافزًا لموظفى الإقراض بالبنك أن يصبحوا "باعة قروض" و"تجار قروض" بدلاً من القيام بدور الفاحصين لمدى سلامة استخدام المقترض لأموال القرض.

ولما كان مينسكى متشائمًا ونزاعًا إلى القلق بشدة، فإنه لم يسقط أبدًا ضحية لوهم الاستقرار. وفى وقت مبكر فى منتصف الثمانينيات من القرن الماضى، لاحظ وجود تهديد متصاعد بحدوث فوضى مالية. وقال مشيرًا إلى انهيار بنك بين سكوير *Penn Square Bank* فى عام ١٩٨٢، والإنقاذ الاتحادى لبنك كونتنتال إلينوى فى عام ١٩٨٤، والتلميحات الأولى بشأن أزمة بنوك الادخار والإقراض *S&L banks*، وأشار إلى أن مواجهة عدم الاستقرار المالى قد أصبحت "مهمة رئيسية" للسياسة الاقتصادية. ومعظم الاقتصاديين، بمن فيهم بعض الذين يفترض أنهم ليبراليون وفى أماكن مثل مؤسسة بروكنجز *Brookings Institution* التى أيدت الجهود التى يبذلها البيت الأبيض والكونجرس لتحرير الصناعة المصرفية: وجادل مينسكى بأن القطاع المالى لا يمكن أن يعامل مثل باقى القطاعات التى تم تحريرها من الإشراف الحكومى، مثل الخطوط الجوية وسيارات النقل. "وذلك من أجل عصر جديد من الإصلاح الجاد للتمتع بقدر أكبر يتجاوز مجرد النجاح

---

(1) Paul Davidson, Financial Markets, Money and the Real World (Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2002), 116-16

الانتقـــالى"(١) وكتب "إنه ينبغى أن يقوم على أساس مفهوم هو لماذا تكون الآلية اللا مركزية للسوق – السوق الحر للمحافظين – هى الطريقة الفعالة للتعامل مع تفاصيل الحياة الاقتصادية" بتوأمتها مع قبول أن "المؤسسات المالية للرأسمالية يتأصل فيها الاضطراب. وهكذا وبينما نعجب بخصائص السوق الحر فإننا يجب أن نقبل أن المجال الفعال والمرغوب للأسواق الحرة مقيَّد".

ومع استمرار بقاء معظم الاقتصاديين الرئيسيين خاضعين لاستبعاد فرضية كفاءة السوق، فإن الاهتمام بجدليات مينسكى والتعاطف معها يظل مقصورًا إلى حد كبير على أهداب مهنة الاقتصاد. وفى أثناء الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضى، تحلَّقت مجموعة متناقضة من الاقتصاديين الماركسيين حــول مجلـــة "*The Monthly Review*، وهى مجلة نيويوركية صغيرة كانت وما زالت تحتال على البقاء منذ أربعينيات القرن الماضى، وركزت هذه المجموعة على ما أسموه "*Financialization*" "تمويلية" رأسمالية الولايات المتحدة، مشيرة بذلك إلى أن التوظيف فى القطاع المالى. وأحجام التجارة فى أسواق المضاربة، ومكاسب منشآت وول ستريت كانت كلها ترتفع ارتفاعًا حادًا. وفيما بين عام ١٩٨٠ وعام ٢٠٠٠، ارتفعت أرباح الصناعة المالية من ٣٢,١ مليار دولار إلى ١٩٥,٨ مليار دولار طبقًا للأرقام المعلنة من وزارة التجارة، وارتفعت حصة كافة الأرباح المنتجة محليا من ١٩% إلى ٢٩%.

ويقول بول سويزى *Paul Sweezy*، وهو يبلغ الثمانين، وتدرب فى هارفارد، وقد بزغ من نفس عصبة كامبريدج مثل جالبريث وصمويلسون، وهو الذى كتب أفضل مقدمة لعلم الاقتصاد الماركسى وما زالت، كما كان قائدًا لأولئك المعارضين

---

(1) Hyman P. Minsky, Stabilizing an Unstable Economy (New York: McGraw Hill, 2008), 6

من الجناح اليسارى[١]. وبالنسبة لاقتصاديى السوق الحر، فإن صعود وول ستريت كان نموًا طبيعيًا فائقًا للميزة التنافسية لاقتصاد الولايات المتحدة فى هذا القطاع. وقال سويزى إنه كان يعكس ازدياد الجهود المبذولة بدون هوادة للتغلب على الركود الاقتصادى. ومع النمو البطىء للأجور: هذا إذا كانت تنمو فعلاً، ومع عدم كفاية الفرص الاستثمارية لامتصاص كافة الأرباح التى تحققها الشركات، فإن إصدار الديون والخلق الذى لا يتوقف لأشياء جديدة للمضاربة المالية كان ضروريًا للمحافظة على نمو الإنفاق. ويتساءل سويزى "هل مجتمع الكازينو يعتبر عائقًا كبيرًا للنمو الاقتصادى؟"[٢] وذلك فى إحدى مقالاته عام ١٩٨٧ التى كتبها بالاشتراك مع هارى ماجدوف ***Harry Magdoff***. "مرة أخرى. لا يمكن مطلقًا. فإن النمو الذى شهده الاقتصاد فى السنوات الأخيرة، وبعيدًا عما يعزى إلى البناء العسكرى غير المسبوق فى وقت السلام، فإن ما حدث يكاد يكون معظمه يعزى إلى الانفجار المالى".

ولم يتفق مينسكى وسويزى على كل شىء، ولكن خصالهما النقدية الراقية مكنت كليهما أن يروا، قبل كثير من الاقتصاديين الرئيسيين، أن هناك نموذجًا جديدًا من الرأسمالية قد بزغ مدفوعًا بالنواحى المالية. وفى هذا النوع من الاقتصاد، كما اتفقوا، لا تكون الطريقة الوحيدة لمنع عدم الاستقرار غير المكبوح سوى أن تقوم الحكومة بلعب دور أكثر نشاطًا – وهو موضوع أنفق فيه مينسكى بصفة خاصة، قدرًا كبيرًا من الوقت فى فحصه. وبالإضافة إلى الجهود المعارضة بعنف لإضعاف اللوائح المالية التى قد خلقت فى أثناء الكساد العظيم، فإنه كان

---

(١) مقدمة سويزى للاقتصاد الماركسى. ***Paul M. Sweezy, The Theory of Capitalist Development: Principles of Marxian Political Economy (New York: Oxford University Press, 1942; reprint, New York: Monthly Review Press, 1956)***

(2) Harry Magdoff and Paul M. Sweezy, Stagnation and the Financial Explosion (New York: Monthly Review Press, 1987), 149

يفضل فرض إشراف أكثر شدة على المؤسسات المالية من الاحتياطى الفيدرالى – وهى فكرة أخرى قد تصبح لها شعبيتها بعد وفاته (توفى عام ١٩٩٦).

وكما قمنا بالتذكير أخيرًا، فإن سقوط أحد البنوك الكبرى أو أحد بنوك الاستثمار يمكن أن يؤدى إلى ذعر كارثى. والأمر متروك للبنك المركزى لمنع حدوث مثل هذه النتيجة من خلال إقراض المؤسسة المصابة، حتى تتمكن من مواجهة التزاماتها المالية، وإذا ما تطلب الأمر، من خلال تنظيم عملية استحواذ حكومية. وقد أشار مينسكى إلى قيام الاحتياطى الفيدرالى فى أكتوبر ١٩٧٤ بإغلاق بنك فرانكلين الوطنى لنيويورك، والذى كان ترتيبه العشرين بين أكبر بنوك البلاد وذلك باعتبارها حالة نصِّية (*textbook case*) لكيفية التعامل مع بنك منهار، ولكنه جادل بأنه فى المستقبل، يحتاج الأمر إلى قيام البنك المركزى بإجراءات معدة مسبقًا لمنع الأزمات المالية من النشوء فى المقام الأول. وقد كتب فى كتابه "تحقيق استقرار لاقتصاد غير مستقر *Stabilizing an unstable Economy*" "أن الاحتياطى الفيدرالى *Fed* يجب أن يوسع مجاله ويقوم بمبادرات لمنع حدوث ممارسات تؤدى إلى عدم الاستقرار المالى. ويحتاج الاحتياطى الفيدرالى إلى أن يرشد عمليات التطور فى المؤسسات المالية عن طريق تحبيذ المؤسسات والممارسات التى تعزز الاستقرار وعدم تشجيع المؤسسات والممارسات التى تزيد من عدم الاستقرار"[١].

وقد كتب مينسكى هذه الكلمات ليس لمجرد أنه اقتصادى ولكن كأحد المطلعين على بواطن الأمور فى الصناعة المصرفية. وكان بول فولكر *Paul Volker* رئيس مجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى من عام ١٩٧٩ حتى عام ١٩٨٧ أحد المحاربين القدماء فى أعمال البنوك وقبل أن يدخل فى الخدمة العامة،

---

(1) Hyman P. Minsky, Stabilizing an Unstable Economy (New York: McGraw Hill, 2008), 349

كان قد عمل فى بنك تشيز مانهاتن. وهناك قليل مما كتبه مينسكى قد لا يوافق عليه فولكر. وفى خلال وقت عمله رئيسًا لمجلس إدارة الاحتياطى المركزى، استغرق سنوات خدمته المبكرة فى محاربة التضخم. وكان "بول الطويل" - إذ كان طوله ستة أقدام وسبع بوصات - باستمرار معارضًا لجهود البيت الأبيض والكونجرس لإضعاف اللوائح والتنظيمات المالية. ولكن فى عام ١٩٨٧، تقاعد فولكر من عمله فى الاحتياطى الفيدرالى وخلفه زميل من نيويورك كانت له رؤية عالمية مختلفة.

الجزء الثالث

المواجهة الكبرى

الفصل السابع عشر

استهجان جرينسبان

تمثل فقاعات المضاربة إحدى الحالات شديدة التطرف لدورات الازدهار والركود القائمة على أسس مالية والتى حددها مينسكى. ومع بيان هذا التأثير، فإن المؤرخ الاقتصادى الراحل تشارلز بى. كيندلربرجر ***Charles P. Kindleberger***، الذى قام بالتدريس فى معهد ماساتشوسيتس للتكنولوجيا ***MIT*** لعدة سنوات، قسَّم تطور الفقاعة العادية إلى خمس مراحل هى: العزل، الازدهار، فورة النشاط، القمة، الفشل. والعزل ***displacement*** هو ما يعمل على بداية عملية المضاربة: ويمكن أن يكون بداية أو نهاية لحرب، أو اختراعا لتكنولوجيا تحويلية، أو تغيرًا فى السياسة الاقتصادية. ومهما كان فإنه يجب أن يكون على قدر كافٍ من الأهمية ليغير الكيفية التى يتم بها تصور المستقبل من جانب المستثمرين وغيرهم من اللاعبين الماليين.

وفى حاله فقاعة الإسكان والائتمان، جاء العزل فى شكل تخفيض خطير فى أسعار الفائدة. فمن قمة وصلت إلى ٦,٥% فى عام ٢٠٠٠، قام الاحتياطى الفيدرالى بتخفيض سعر الأموال الاتحادية – وهو السعر الذى تقرض به البنوك بعضها – إلى ١,٢٥% فى نوفمبر عام ٢٠٠٢. واستقر السعر هناك لمدة الشهور الثمانية التالية. وفى ٢٤ يونيو ٢٠٠٣، تجمع الأعضاء الاثنا عشر فى لجنة الاحتياطى الفيدرالى للسوق المفتوح (*FOMC*) فى الغرفة الرّحبة لمجلس إدارة

البنك المركزى، والتى تطل على شارع الدستور فى فوجى بوطوم بواشنطن دى.سى. لعقد اجتماع سياسات لمدة يومين. فى شتاء ١٩٤١-١٩٤٢ اجتمع فرانكلين روزفلت مع تشرشل فى نفس هذا الموقع الرحب كى يخططا لحرب الحلفاء ضد هتلر. ومنذ صيف عام ١٩٨٧، أصبحت الغرفة محجوزة لألان جرينسبان، والذى كان حينئذ فى سنته السادسة عشرة على قمة الاحتياطى الفيدرالى، مسيطرًا عليه تمامًا.

وبدأ الاجتماع بتقديم من جانب الموظفين الاقتصاديين بالاحتياطى الفيدرالى حول إمكان إحداث انكماش من النوع اليابانى، تخفض فيه الأسعار ويركد فيه الاقتصاد لفترة طويلة ممتدة على الرغم من الانخفاض المفرط فى أسعار الفائدة. وفى البضعة شهور السابقة، انخفض المعدل السنوى لتضخم أسعار المستهلك بنحو ٢%، وانخفضت الأجور والمرتبات، كما كان النمو ضعيفًا فى الناتج المحلى الإجمالى (*GDP*)، ويعزى ذلك جزئيا إلى المخاوف من حرب العراق، التى وصلت فى موعدها فى شهر مارس. وقد أدى الاقتصاد المتردد إلى ترك الاحتياطى الفيدرالى فى مأزق. ومع استمرار معدل الفائدة بين البنوك فى أدنى مستوى له منذ الستينيات فى القرن العشرين، كانت هناك شكوك عن المدى الذى يمكن أن يذهب إليه البنك المركزى لحث الإنفاق.

كان جرينسبان يجلس فى مقعده المعتاد أمام منضدة من خشب الماهوجنى طولها أربعون قدمًا وتحتل معظم غرفة مجلس الإدارة. ولم يكن يبدو عليه أى اهتمام بالمقارنة مع اليابان. وبعد أن أنصت إلى فنسنت رينهارت ***Vincent Reinhart***، رئيس قسم الشئون النقدية بالاحتياطى الفيدرالى، وهو يقترح عدة طرق يمكن أن يحاول الاحتياطى المركزى عن طريقها إنعاش الاقتصاد إذا لم يكن من الممكن العودة إلى تغييرات أسعار الفائدة، وقد رفض المناقشة باعتبارها سابقة لأوانها، ووصف إمكانية الانكماش المعتد باعتباره "حدث احتمالاته صغيرة جدا"(١).

---

(١) محضر اجتماع لجنة السوق المفتوح بالاحتياطى الفيدرالى، ٢٤ يونيو ٢٠٠٣

وانتقلت المناقشة إلى الموضوع العاجل وهو ما إذا كانت تستمر المحافظة على أن يظل سعر الفائدة بين البنوك عند ١,٢٥%. وكان الكونجرس، منذ الاجتماع السابق للجنة قد وافق على المجموعة الثالثة من تخفيضات الضرائب التى تقدمت بها إدارة بوش منذ عام ٢٠٠١، والتى كان من المتوقع أن تعطى دفعة للإنفاق. وكان النموذج الإحصائى الخاص بالاحتياطى الفيدرالى عن الاقتصاد الأمريكى يتنبأ تحولاً شديداً نحو الارتفاع فى عام ٢٠٠٣، موحيًا بذلك بأن إجراء تخفيضات جديدة فى سعر الفائدة لن تكون ضرورية وأنه ربما تكون هناك حاجة إلى شىء من تشديد السياسة. "ولكن كان احتمال هذا التنبؤ ضعيفًا جدًا. فى تقديرى الشخصى". هكذا قال جرينسبان باقتضاب. "وهذا التنبؤ يُشير إلى نتائج قد تكون سارة إذا ما تحققت، ولكنه ليس توقعا ينبغى أن نركز سياستنا عليه الآن". وبدلاً من رفع معدلات الفائدة، اقترح جرينسبان تخفيض سعر الفائدة فيما بين البنوك إلى ١% وأضاف إلى ذلك جملة فى البيان الصحفى الذى صدر عقب الاجتماع تقول إن مخاطر ارتفاع التضخم ما زالت ضعيفة جدًا. وقال "وإننا بحاجة إلى إرسال الانطباع بأننا ربما لم نستكمل تسهيلاتنا، وإننا ما زلنا نراقب التطورات الجارية فى هذا الصدد".

ومن الناحية النظرية، فإن الأعضاء الاثنى عشر فى لجنة الاحتياطى الفيدرالى للسوق المفتوح *FOMC* يعملون بطريقة ديمقراطية، أما فى الممارسة العملية فإن كلمة جرينسبان كانت هى القانون. وكان المحافظون الستة للاحتياطى الفيدرالى، زملاؤه الذين يعملون إلى جواره فى واشنطون، يصوتون معه بطريقة روتينية، مما يضمن له الأغلبية دائمًا. (ويشغل رؤساء الاحتياطى الفيدرالى الإقليميون، المناصب الخمسة الباقية المنتشرة فى أنحاء البلاد) وعند المناداة على الأسماء، كانت الموافقة على اقتراح جرينسبان بنسبة ١١-١. وفور انتهاء الاجتماع، أصدر الاحتياطى الفيدرالى بيانًا صحفيًا يعلن فيه المستوى الجديد لهدفه

بالنسبة لسعر المعاملات بين البنوك وهو ١% - وكان هذا أقل سعر منذ يوليو ١٩٥٨، عندما كان دوايت أيزنهاور رئيسًا للبلاد. ومع معدل للتضخم يبلغ تقريبًا ٢% - أو حتى أقل من ذلك مطبقًا لأحد المعايير المفضّلة للاحتياطى الفيدرالى - وهو التكلفة الحقيقية (معدلة حسب التضخم) للاقتراض قصير الأجل، والتى كانت عندئذ أقل من الصفر، وكان من المنتظر أن تظل عند هذا المستوى لعامين آخرين. ولن يبدأ الاحتياطى الفيدرالى فى رفع أسعار الفائدة إلى المستويات الأكثر طبيعية قبل يونيو ٢٠٠٤، بل وحتى فى ذلك الوقت سيتحرك بحرص شديد، فى سلسلة من الزيادات لا تزيد كل منها عن ربع نقطة.

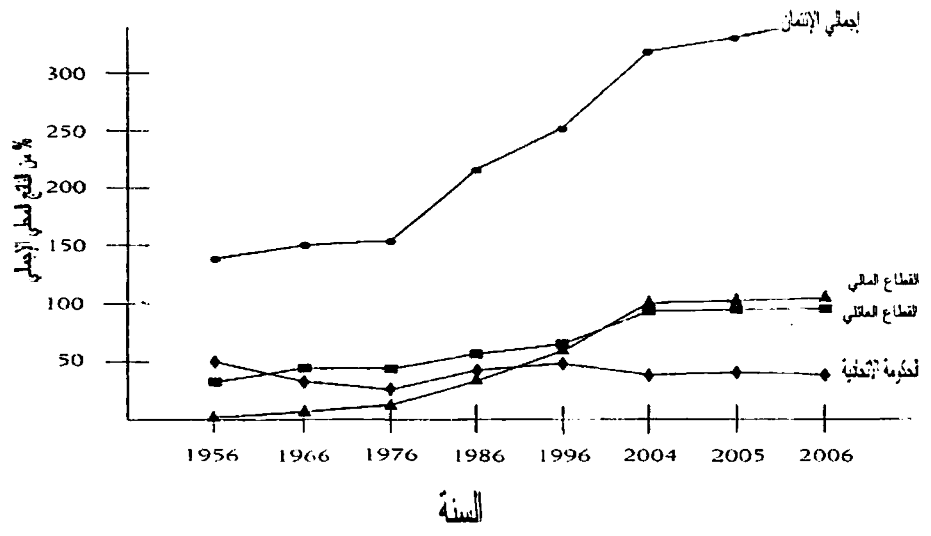
يوجد فى الاقتصاد كثير من أسعار الفائدة. وبعض من أهمها هو السعر الرئيسى للإقراض، الذى تتقاضاه البنوك من منشآت الأعمال، وسعر فائدة السندات التى تصدرها الشركات، الذى تدفعه الشركات الكبرى لإصدار ديونها الخاصة، وسعر فائدة الرهون، الذى يدفعه ملاك المساكن للبنوك وشركات الرهون. ولا يقوم الاحتياطى الفيدرالى بتحديد أى من هذه الأسعار، ولكن قيام الاحتياطى الفيدرالى بتغيير سعر فائدة الإقراض فيما بين البنوك، يمكن أن يؤثر فى تلك الأسعار بشكل غير مباشر. وعندما يرتفع سعر الإقراض فيما بين البنوك، عادة ما ترتفع أسعار الفائدة الأخرى معه. وعندما يجرى تخفيض سعر الإقراض فيما بين البنوك، تتجه الأسعار الأخرى إلى اتباعه فى الهبوط.

وبالمحافظة على سعر الإقراض بين البنوك أقل من ٢,٥% من نوفمبر ٢٠٠١ حتى فبراير ٢٠٠٥، ضمن الاحتياطى الفيدرالى أن معظم أسعار الفائدة هبطت إلى رقم قياسى، أو ما يقرب من الرقم القياسى المنخفض. ولم يكن من المستغرب أن تكون النتيجة فرحًا افتراضيا بين أصحاب المنازل، والمستهلكين ومنشآت الأعمال والمضاربين. وفيما بين نهاية عام ٢٠٠٢ وبداية ٢٠٠٦، ارتفع

إجمالى مبلغ الدين القائم فى الولايات المتحدة من ٣١,٨٤ تريليون دولار إلى ٤٥,٣٢ تريليون دولار، أى بزيادة بلغت نسبتها ٤٢,٣%. ومن الصعب تصور الأرقام الخاصة بهذا الحجم. وكانت الزيادة بمبلغ ١٣,٥ تريليون دولار تعنى زيادة فيما يتحمله كل شخص فى البلاد من الدين تبلغ ٤٣٠٠٠ دولار، بما فى ذلك الأطفال وكبار السن من المواطنين. أو نحو مبلغ ١٢٨٠٠٠ دولار لكل أسرة، وكان إجمالى مديونيه البلاد قد بلغ نسبة ٣٥% من إجمالى الناتج المحلى (*GDP*). انظر شكل (١٧-١).

وقد ركزت معظم حسابات أزمة الائتمان على سرعة نمو ديون الرهون، وخاصة فى القروض عالية المخاطر، ولكن ارتفاع إقراض رهون المساكن لم يكن سوى جزء من فورة ازدهار ائتمانى أكبر كثيرًا. ومن بين الارتفاع الشامل فى المديونيه فيما بين عامى ٢٠٠٢ و ٢٠٠٦، كان القطاع العائلى مسئولاً عن نحو الثلث، أو ما يناهز ٤,٤ تريليون دولار. وهذا الرقم يتضمن كافة أنواع الدين العائلى، ولا يقتصر على قروض الرهون وقروض تملُّك المساكن.

شكل (١٧-١) تصاعد مستويات الدين



(Sources: Federal Reserve System, Flow of Fund Accounts of the United States; Bureau of Economic Analysis, National Economic Accounts Data)

وكان هناك مبلغ ٢ تريليون دولار آخر أو ما يناهز ذلك، فى شكل زيادة اقتراض الحكومة الاتحادية وحكومات الولايات والحكومات المحلية. وكان الرصيد الذى بلغ ١٣,٥ تريليون دولار زيادة يمثل ديونًا اقترضتها منشآت الأعمال. هذا، وقد كان بعض المقترضين ليسوا من القطاع المالى، الذى يضم الشركات الصناعية الكبرى مثل شركة كاتربلار *Caterpillar* وشركة ثرى إم *3 M* وبعض منشآت الأعمال المملوكة ملكية خاصة من جميع الأنواع. ولكن كانت أكبر زيادة على الإطلاق فى الاقتراض هى الزيادة التى حدثت فى اقتراض القطاع المالى. فمع هبوط أسعار الفائدة، قامت البنوك، وبنوك الاستثمار، وشركات تمويل الرهون، وصناديق الاستثمارات العقارية، وشركات الاستثمار المباشر، وصناديق التحوط، وشركات التمويل من الأنواع الأخرى التى كانت وسيلة مراجحتها هى ميزانياتها

بطريقة ربما كانت قد أدهشت مينسكى دهشة بالغة. وفى أربع سنوات قفزت مديونيه القطاع المالى بمبلغ ٤,٢ مليون دولار.

وليس هناك سر فى السبب الذى جعل المؤسسات المالية شديدة الرغبة فى الاقتراض، فعندما تنخفض أسعار الفائدة، تصبح تكلفة الحصول على دين إضافى متواضعة، إلى جانب تضخم الأثر الإيجابى للرافعة على مكاسب البنك، والذى بحثته فى الفصل السابق. وفى أثناء جزء كبير من عامى ٢٠٠٣ و ٢٠٠٤، كان يمكن للبنك أن يحصل على قرض بمبلغ ١٠٠ مليون دولار لمدة ١٢ شهرًا من بنك آخر بتكلفة تقل عن ٢ مليون دولار. (بل وكانت القروض لليلة واحدة أرخص كثيرًا). وبهذا المبلغ الإضافى (١٠٠ مليون دولار) تحت تصرفه، كان يمكن للبنك أن يقرض أموالاً أكثر لمنشآت الأعمال المحتاجة إلى تمويل مثل القائمين بالتنمية العقارية، والاحتفاظ بالفرق بين تكلفة أمواله الرخيصة، وأسعار الفائدة المرتفعة التى يتقاضاها من المقترضين.

وفيما بين نهاية عام ٢٠٠٢ ونهاية عام ٢٠٠٦، ارتفعت مديونيه القطاع المالى من نحو ١٠,١ تريليون دولار – إلى نحو ١٤,٣ تريليون دولار، وازدادت فيما بعد إلى أعلى من ذلك فبلغت نحو ١٦ تريليون دولار فى نهاية عام ٢٠٠٧. وبهذا، أصبحت ديون القطاع المالى تمثل جبلاً نسبته ١١٧% من الناتج المحلى الإجمالى. (انظر شكل ١٧-١). ومثل هذه الأعمال التى تتم بالجملة، والتى أدت إلى رفع مديونيه القطاع المالى كانت غير مسبوقة فى تاريخ الولايات المتحدة وأدت أيضًا إلى زيادة هشاشة النظام المصرفى بدرجة كبيرة. إن أى منشأة اقتصادية – سواء أكانت مملوكة لأصحابها، أو مطعم بيتزا، أو بنك أوف أمريكا ***Bank of America*** – عادة ما تكون معرضة للصدمات السلبية – وإذا ما قام بنك يبلغ رأس ماله ٥٠ مليون دولار باقتراض ٥٠ مليون دولار أخرى، وقام بإقراض ١٠٠ مليون دولار،

ثم رأى ١٠% من عملائه يتوقفون عن السداد بسبب حالة الركود، فإنه بذلك يكون قد فقد خُمس رأس ماله. وإذا ما اقترض نفس البنك ٤٥٠ مليون دولار وأقرض ٥٠٠ مليون دولار فإن ١٠% من التوقف يكتسح كل رأس ماله. وهكذا فإن سحر الرافعة يعمل فى كلا الاتجاهين.

وقد أدى التوسع السريع فى القطاع المالى إلى بلوغ فقاعة ائتمانية عملاقة، صاحبت، وببعض الطرق أدت إلى حجب، فقاعة المساكن. ولمدة طويلة، على أى حال، مرت إلى حد كبير بدون الانتباه إليها، وبعض المؤسسات التى كانت تقوم بجمع الأموال كانت شركات تمويل رهون، وشركات إقراض للمستهلكين، مثل شركتى نيو سنشرى فاينانشيال **New Century Financial** وأمريكان جنرال فينانس **American General Finance** اللتين لم تجتذبا سوى قدر ضئيل من اهتمام الجمهور. ولكن عندما تقوم منشآت معروفة جيدًا مثل سيتى جروب **Citigroup** وميريل لينش **Merrill Lynch** باقتراض الأموال، فإن الالتزامات الإضافية التى تتحملها لا تظهر غالبًا فى دفاترها لأنها تدخل تحت وسائل الاستثمار الهيكلية **SIVs** وغيرها من الشركات الصورية **Shell companies** التى تكوّن نظام الظل المصرفى. وعلى أى حال، فإن الحسابات المنشورة لمنشآت مثل سيتى **Citi** وميريل **Merrill** كانت تشير إلى أن قروضهما كانت تتوسع بسرعة كبيرة. وفى نهاية ٢٠٠٢، أظهرت ميزانية ميريل لينش إجمالى التزامات بمبلغ ٤٢٢ مليار دولار، وبعد أربع سنوات فقط كانت التزامات المنشأة نحو ٨٠٠ مليار دولار. وسلكت منشآت وول ستريت الأخرى نفس الطريق. وأدت نواحى نشاطهم إلى بلوغ زيادة ملحوظة فى الرافعة وفى تحمل المخاطر، ولكن لم يقم جرينسبان أو أى شخص آخر ذى سلطة بالتعبير عن أى قلق.

إن رئيس مجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى كان ولابد على علم بما كان يجرى؛ فقد سجلت حسابات تدفق أموال الاحتياطى الفيدرالى، التى تعلن كل ثلاثة شهور، التوسع الهائل فى ديون القطاع المالى. وكان جرينسبان مشهورًا عن حق، بمعرفته التفصيلية للإحصاءات الاقتصادية الغامضة. وكان قسم العمليات المصرفية بالاحتياطى الفيدرالى هو المشرف النهائى الفعلى على كافة البنوك الكبرى فى البلاد. وكان يعلم أن كثيرًا منهم مشغول بإعداد وإنشاء وسائل الاستثمار الهيكلية والقنوات الخاصة بها، ولكنه لم يقم بأى إجراء حيالها. وقد سجل بعض المسئولين هذه الاهتمامات. وفى وقت مبكر فى عام ٢٠٠٢، قام بنك التسويات الدولية ***the Bank for International Settlements (BIS)*** وهو نوع من البنك المركزى للبنوك المركزية، ويقع مقره فى بازل، بسويسرا، بإصدار ورقة بحثيّة أشارت إلى ارتفاع ضخم فى النسبة المئوية للدين القائم بالنسبة إلى الناتج المحلى الإجمالى – وهذا هو بالضبط ما كانت تلاقيه الولايات المتحدة – وغالبًا ما كان الإحساس بها كأزمة مالية – ومع ازدياد فورة الازدهار الائتمانى ونموها أكبر فأكبر، كرر بنك التسويات الدولية (***BIS***) تحذيراته بشأن الإفراط فى تحمل الرافعة وتحمل المخاطر على أسس منتظمة. وفى مؤسسة الولايات المتحدة الاقتصادية، لم يكن أحد ينصت إلى ما يقال، وإن كان أقلهم فى هذا الشأن هو جرينسبان. "فى ميدان الاقتصاد، يحظى الأكاديميون الأمريكيون بسمعة عالية بأنهم يكتسحون كل شىء أمامهم" هكذا كان يتذكر ويليام وايت ***William White*** أحد الاقتصاديين الرئيسين السابقين فى بنك التسويات الدولية ***BIS***، "وإذا ما أضفت إلى ذلك السمعة الشخصية "للمايسترو" [قائد الفريق] يصبح من الصعب جدًا لأى شخص آخر أن يأتى ليقول إن هناك مشاكل ما زالت فى مرحلة التكوين"[١].

---

(١) مقابلة مع الكاتب. أكتوبر ٢٠٠٨

لقد سقط رئيس مجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى ضحية لقصر النظر بشأن النكبة ووهم الاستقرار. وفى يناير عام ٢٠٠٤، أقر بأنه كانت هناك حالات فى الماضى عندما تسبب الإفراط فى الرافعة فى "خراب عديد من المؤسسات المصرفية التى كان يملؤها الزهو والغرور سابقًا، وتولدت عنها أزمة مالية أدت إلى الركود أو ما هو أسوأ"(١). ولكنه نفى إمكان حدوث كارثة أخرى. وقال "إن الإصلاح التنظيمى الأخير وما يصاحبه من التكنولوجيات المبتكرة قد أفرخت بسرعة أسواقًا نامية، للسندات المعززة بالأصول، والتزامات القروض المضمونة بالرهون، ومبادلات المشتقات الائتمانية المتعثرة، وذلك من بين كثير من المنتجات الأخرى". "وقد أسهمت هذه الأدوات المالية المتزايدة فى تعقدها، وبشكل خاص فى خلال الفترة الأخيرة المملوءة بالتوتر، فى ظهور نظام مالى أكثر مرونة، وكفاءة، ومن ثم نظام مرن بدرجة أكبر مما كان موجودًا قبل ربع قرن مضى".

لم يكن يبدو دائمًا فى حديثه بسيطًا أو ساذجًا. ففى خلال سنواته العشر الأولى فى الاحتياطى الفيدرالى، كان رئيس مجلس إدارة ناجحًا وأرثوذكسيًا معقولاً. وبمساعدة إى. جيرالد كوريجان ***E. Gerald Corrigan***، الرأس الحجرى للاحتياطى الفيدرالى لنيويورك حينئذ، تعامل مباشرة مع انهيار سوق الأوراق المالية لنيويورك عام ١٩٨٧، وفى أثناء الإعداد السريع لانتخابات عدم ١٩٩٢، رفض تهديدات البيت الأبيض وجورج هـ. دبليو بوش ***George H.W. Bush*** الذى أراد أن يجعله يخفض أسعار الفائدة بسرعة أكبر، وفيما بعد فى أثناء التسعينيات من القرن الماضى، كان أحد الاقتصاديين الأوائل الذين اكتشفوا انطلاق نمو الإنتاجية، مما مكن اقتصاد الولايات المتحدة من التوسع بدون توليد تضخم. وكان

---

(١) خطاب ألان جرينسبان بعنوان "المرونة الاقتصادية ***Economic Flexibility***" أمام مؤتمر مؤسسة الخزانة الملكية البريطانية. لندن، المملكة المتحدة، ٢٦ يناير ٢٠٠٤. يمكن الحصول عليه من خلال الرابط:

http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040126/default.htm

الجزء الأخير من تولى جرينسبان للاحتياطى الفيدرالى، كارثيًا. ففيما بين عام ١٩٩٨ وعام ٢٠٠٦، ترأس اثنتين من أكبر فقاعات المضاربة فى التاريخ الأمريكى، أورث إحداهما لخليفته، مع معدل ادخار شخصى سالب، ونظام مالى مفرط فى الامتداد بشكل خطير. وفى الجملة، كانت السنوات الثمانى عشرة ونصف السنة التى ظل فيها جرينسبان على قمة الاحتياطى الفيدرالى تأكيدًا كلاسيكيًا لفرضية مينسكى بشأن عدم الاستقرار المالى؛ فقد ظلت قوى الرافعة والابتكار المالى تترسخ وتتعاظم تدريجيًا حتى أوشكت أن تسيطر على النظام.

ولو كان المطلعون على بواطن الأمور فى واشنطون قد نظروا إلى جرينسبان باعتباره أحد مناصرى السوق الحر، فإنه لم يكن ليستمر لنصف المدة التى قضاها فى منصبه. كانت وظيفته السياسية قد بدأت فى عام ١٩٦٨، عندما كان يقدم المشورة للرئيس ريتشارد نيكسون بشأن طلبه الناجح للترشيح للرئاسة، ولم تنته إلا فى ٣١ يناير ٢٠٠٦، عندما تقاعد من عمله فى الاحتياطى الفيدرالى. وكان من الموظفين البارزين معه من جيله فى الحزب الجمهورى – جورج هـ. دبليو بوش، وجيمس بيكر، وبوب دول. وهوارد بيكر، ودونالد رمسفيلد – وقد استمر جرينسبان فى منصبه أكثر من معظمهم. (والشخص الوحيد الذى نافس جرينسبان فى طول بقائه بواشنطن كان ديك تشينى، زميله فى إدارة الرئيس فورد).

ولسنوات عديدة، غرس جرينسبان صورته كتكنوقراط منعزل. وفى عام ١٩٧٤ عندما كان جيرالد فورد ينظر فى ترشيحه لمنصب رئيس مجلس المستشارين الاقتصاديين بالبيت الأبيض، قال جرينسبان لويليام سيدمان، الذى كان وقتئذ أحد مساعدى فورد، إنه اقتصادى بحت وليس سياسيًا. "وظهر بعد ذلك أنه كان سياسيًا أفضل مما كان يظن أى منا"[١] كما أخبرنى سيدمان فيما بعد. وعندما تولى رونالد ريجان الرئاسة، ابتعد جرينسبان بنفسه عن اقتصاديى "جانب العرض" الذين أحاطوا بالرئيس الجديد، رافضًا الموافقة على فكرة أن تخفيضات الضرائب

---

(1) John Cassidy, "The Fountainhead," New Yorker, April 24, 172

ستعوض ذاتها. وفى أثناء رئاسة كلينتون، كان يعمل جنبًا إلى جنب مع الديمقراطيين، وخاصة روبرت روبين ولارى سمرز، وأحيانًا فى معارضة الأعضاء الكبار فى حزبه.

وكاقتصادى محترف، أيضًا، أظهر جرينسبان قدرًا من المرونة. ولأكثر من ثلاثين سنة، كان يقوم بأعمال استشارية ناجحة، ذات قائمة طويلة من العملاء ضمن ألكوا **Alcoa** ويو. إس. ستيل ***U.S. Steel*** وجى بى مورجان ***J.P. Morgan***. وكان كبار التنفيذيين فى هذه الشركات ليسوا من المهتمين بالخلافات النظرية فى داخل مهنة الاقتصاد، ولكنهم كانوا يريدون معرفة ما الذى يمكن أن يحدث لصناعاتهم ولبقية الاقتصاد فى خلال الشهور القادمة. وكانت طريقة جرينسبان فى التحليل استقرائية، وكان يستوعب مقادير كبيرة من الأرقام إلى أقصى ما يمكنه، من مصادر كثيرة كما يمكنه، ثم كان يحاول تركيبهما معًا فى نمط مترابط منطقيًا. وعندما زرت جرينسبان فى مكتبه فى أحد أيام عام ٢٠٠٠، اكتشفت أنه غارق فى الأرقام إلى ما يجاوز ركبتيه. وفسر لى ذلك بأنه كان يحاول تجديد وإصلاح نموذج إحصائى قديم يرجع إلى أربعين سنة مضت، كانت منشأته الاستشارية تستخدمه لتقدير المكاسب الرأسمالية المحققة على المبيعات المحلية.

إن ما جعل من جرينسبان هذه الشخصية الممتعة والمهمة هى خبراته التجريبية المصحوبة بعقيدة متحمسة فى كفاءة وأخلاقيات نظام السوق الحر. إن النتيجة بأن الرأسمالية الطليقة تقدم طريقة إنتاجية فريدة لتنظيم الإنتاج أخذها جرينسبان من ملاحظاته الخاصة وقراءته لآدم سميث. والفكرة بأن الأسواق أيضًا تعزز الأهلية فى الثقة، والنزاهة، والحرية الشخصية، والتى أخذها عن آين راند والتى حافظ على علاقة ثقافية معها طويلة المدى. (كانت هناك إشاعات عن علاقة مادية بينهما ولكنها كانت بدون أساس). وقد اعترف جرينسبان صراحة بدَينه

للكاتبة الروائية والفيلسوفة الروسية الأمريكية. وعندما كُنت أكتب نبذة مطولة عنه منذ عدة سنوات، كان النص الوحيد الذى وافق على أن أسجله فى الصدد يتصل بإنجازاتها. إذ قال "إنها فعلت أشياء فى حياتها الشخصية لم أوافق عليها، ولكن الأفكار كانت تقف شامخة بذاتها. وما كان قياسًا منطقيًا فى ذلك الزمن ما زال قياسًا منطقيًا اليوم"(١).

فى خلال الخمسينيات من القرن الماضى، اشتهر عن جرينسبان حضوره للاجتماعات الأسبوعية التى كانت تعقدها راند تحت اسم "الجمعية ***Collective***" فى شقتها بالشارع الرابع والثلاثين الشرقى بمدينة نيويورك. وفى أوائل الستينيات، كان يقدم مقالات إلى مجلة ***The Objectivist Newsletter***، التى كان ينادى فيها بإلغاء قوانين مناهضة الاحتكار، كما وصف دولة الرفاهة بأنها "لا شىء أكثر من مجرد آلية تستخدمها الحكومات فى مصادرة ثروات الأعضاء المنتجين فى المجتمع"(٢). وعلى الرغم من أنه نادرًا ما كان يصرح بهذا علنًا. وقد ظلت مواهبه وغرائزه المؤيدة لحرية الإدارة والعمل والمضادة للحكومات مصاحبة له طوال حياته العملية. وفى محادثة له مع أحد الزملاء من الاقتصاديين، كان مصرًا على أن نظرته العامة عن العالم لم يطرأ عليها سوى تغيير طفيف منذ الخمسينيات. ولكنه أمر مُحاوره أن يميز بعناية بين آرائه الشخصية وأفعاله فى الاحتياطى الفيدرالى، وهى نقطة أعاد تكرارها فى مذكراته الصادرة فى عام ٢٠٠٧ بعنوان "عصر الاضطراب ***The Age of Turbulence***". وقد كتب "لقد قررت، كرئيس للاحتياطى الفيدرالى، أن احتفظ بآرائى الشخصية عن التنظيم؛ إذ أننى، على أى حال، قد أقسمت يمينًا للعمل فى المنصب يلزمنى بالمحافظة على دستور الولايات

---

(1) John Cassidy, "The Fountainhead," New Yorker, April 24, 168

(2) Alan Greenspan, "Antitrust" and "Gold and Economic Freedom" in Ayn Rand, Capitalism: The Uknown Ideal (New York: Signet Books, 1967), 100

المتحدة وتلك القوانين التى تقع مسئولية إنفاذها فى نطاق سلطة الاحتياطى الفيدرالى. وقد قررت أن أكون سلبيًا إلى حد كبير فى هذه الأمور وأن أسمح لمحافظى بنوك الاحتياطى الفيدرالى الآخرين أن يتولوا هذه المسئولية"(١).

ومع مرور السنين، حافظ جرينسبان على التزامه وبصفة رئيسية فى حالة خرق القانون ***the breach***. وفى أثناء التسعينيات من القرن الماضى لعب دورًا رئيسيًا فى تفكيك قانون جلاس – ستيجال ***Glass – Steagal Act***، وهو تشريع عصر الكساد الذى منع مؤسسات الإيداع مثل مجموعة سيتى ***Citigroup*** وويلز فارجو ***Wells Fargo***، من المشاركة فى نشاط العمليات الاستشارية مثل بيع سندات الأسهم الضعيفة ***Peddling stocks & bonds*** وسندات الرهون ***mortgage Securities***. وفى التسعينيات، سمح الاحتياطى الفيدرالى لبنك جى. بى. مورجان ***J.P. Morgan*** بأن يصبح أول بنك تجارى يدخل فى حيازته بنوكًا تابعة تقوم بعمليات استثمارية، مع بعض القيود، التى تم إلغاؤها بعد ذلك تدريجيًا. وأخيرًا، فى نوفمبر ١٩٩٩ وافق الكونجرس بتشجيع من جرينسبان على قانون جرام – ليتش – بلايلى ***Gramm-Leach-Bliley*** والذى ألغى رسميًا معظم ما نص عليه قانون جلاس – ستيجال، ووقع الرئيس كلينتون على التشريع. وعندما وقف جرينسبان أمام اللجنة المصرفية لمجلس الشيوخ فى فبراير ١٩٩٩، وصف اللوائح التنظيمية لقانون جلاس وستيجال بأنها "عتيقة وبالية"، أضاف إلى ذلك بأن الإخفاق فى إلغائها قد "يقلل من تنافسية مؤسساتنا المالية، وقدرتها على الابتكار وتقديم أفضل وأوسع ما يمكن من خدمات للعملاء فى الولايات المتحدة، وفى النهاية سيؤدى ذلك إلى السيطرة العالمية للتمويل الأمريكى"(٢).

---

(1) Greenspan, Age of Turbulence, 373

(٢) شهادة ألان جرينسبان. *Alan Greenspan, "Need for Financial Modernization," testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, February 23, 1999.* يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1999/19990223.htm

وعندما أشار النقاد إلى أن التحرر من القوانين قد أدى إلى زيادة مستوى المخاطر النظامية فى نطاق النظام المالى، واجه جرينسبان ذلك بأن كثيرًا من العمليات المالية لا تحتاج إلى تنظيم لائحى. وقد أتبع ذلك فى حجة فريدمان بأن الخوف من إبعاد المشترين للأدوية والسيارات سيمنع شركات السيارات والأدوية من تسويق المنتجات غير الآمنة. وقال جرينسبان إن المشترين للمنتجات المالية، حتى أكثرها تعقيدًا، سيقومون بتنظيم وول ستريت. وقال فى كابيتول هيل فى عام ١٩٩٤، "إن المخاطر فى الأسواق المالية بما فى ذلك أسواق المشتقات يجرى تنظيمها بواسطة الأطراف الخاصة. وإنه لم يجر إدخال شىء بالتحديد فى التنظيمات الفيدرالية يجعلها تحتل مرتبة أعلى من تنظيمات السوق"(١).

كانت التسعينيات هى عقد المشتقات – السندات التى تشتق قيمتها من أسعار شىء آخر. (وتعتمد قيمة خيار الأسهم على سعر السهم؛ وتعتمد قيمة العقود المستقبلية لتبادل الدولار مقابل الين على قيمة الدولار) وفى عام ١٩٩٤، جرى تفليس أورانج كاونتى ***Orange County*** بعد أن قام أمين خزانتها بوب سيترون ***Bob Citron*** بأخذ مجمع استثماراتها الذى كان يبلغ ٧,٦ مليار دولار، واقترض على أساسه أموالاً أكثر من منشآت وول ستريت، وقام باستثمارها فى بعض السندات المشتقة والتى كانت تعرف باسم "***inverse floaters***"، وبعد سنة واحدة، أدت عمليات الرهان الخاطئة للسمسار الوحيد للمشتقات، نيك ليسون ***Nick Leeson***، إلى انهيار البنك المهيب ***Barings Bank*** (بارنجز بانك). وفى عام ١٩٩٨ تطلب الأمر دعم ومساندة، صندوق التحوط العملاق (وغير النظامى) المعروف باسم إدارة رءوس الأموال طويلة الأجل ***Long – Term Capital Mgmt***

---

(١) شهادة ألان جرينسبان. *Alan Greenspan, "Impact of Derivatives on Financial Markets," testimony before the Telecommunications and Finance Sub-committee, House Energy and Commerce Committee, May 25, 1994*

والذى كان أحد كبار اللاعبين فى كثير من أسواق المشتقات، والذى تمت بعد ذلك تصفيته بواسطة كونسورتيوم من بنوك وول ستريت، وقام بنك الاحتياطى الفيدرالى بلعب دور التنسيق.

كان انهيار صندوق رأس المال طويل الأجل، الذى كان يضم بين الشركاء اثنين من الحاصلين على جوائز نوبل – هما روبرت ميرتون ***Robert Merton*** ومايرون شولز ***Myron Scholes*** – سببًا فى إظهار المحدِّدَات فى تنظيم الطرف المقابل ***Counterparty regulation***، وعندما فتحت المنشأة السرية دفاترها لجميع مقرضيها من وول ستريت وأطرافها المقابلة، أصابت الدهشة كثيرًا منهم عندما اكتشفوا أن الرافعة كانت قريبة من ٣٠ : ١، وأن تعرضات المشتقات بلغت جملتها نحو ١,٤ تريليون دولار. وكان الدرس واضحًا وهو: أنه فى عالم المعلومات الخفية، غالبًا ما لا توجد طريقة أمام المنشآت المالية لمعرفة ما هى المخاطر التى تحتملها الأطراف المقبلة – سواءً أكانت صناديق تحوط، أم بنوك أم بنوك استثمار أم توابع للشركات الصناعية مثل شركة جنرال إلكتريك الرأسمالية ***G.E. Capital***.

وقد اعترف جرينسبان فيما بعد بأن سقوط صندوق رأس المال طويل الأجل، الذى كان يجرى الاحتفاء به قبل وقوع مشاكله فى وسائل الإعلام، "أصبح أحد حالات الفشل الرئيسية لإشراف الطرف المقابل"[(١)]. وعلى أية حال، فإن ذلك لم يمنعه فى الفترة اللاحقة لعام ١٩٩٨، من تكرار حججه السابقة لاستباق جهود تنظيم عمليات تداول المشتقات. وقد حاولت بروكسلى إى. بورن ***Brooksley E. Born*** التى كانت حينئذ رئيسة للجنة التداول الآجل للسلع، ***Commodity Futures Trading Com.*** ***(CFTC)*** أن تدخل المبادلات الائتمانية المتعثرة، التى قَدَّمت للمستثمرين حماية ضد إمكانية تعثر السندات، بموجب التشريع التنظيمى للجنة ***CFTC***. وقد تضمنت هذه الخطوة إنشاء بعض المتطلبات الرأسمالية الدنيا لمنشآت وول ستريت التى قامت

---

(1) Greenspan, Age of Turbulence, 371

بشراء وبيع عمليات المبادلة الائتمانية المتعثرة، وإجبارهم على الإفصاح عن معلومات أكثر. "إن الوعى بالأخطار.. ليس علم الصواريخ، ولكنه كان مضادًا للحكمة التقليدية ومن المؤكد أيضًا أن يكون مضادًا للمصالح الاقتصادية لوول ستريت فى هذه اللحظة"(١). هكذا أخبرت بورن مجلة ستانفورد ماجازين فى أوائل عام ٢٠٠٩. وعلى الرغم من تحذيرات بورن، ووارين بافيت ***Warren Buffet*** وآخرين فإن رئيس الاحتياطى الفيدرالى ببساطة لم يقبل الفكرة بأن تركيز مقادير ضخمة من المخاطر غير المحددة جيدًا فى أيدى حفنة من المتعاملين فى المشتقات يشكل خطرًا على النظام. "إن جرينسبان قد أخبر بروكسلى بأنها لا تعلم أساسًا ما الذى تفعله وأنها ستسبب كارثة مالية"(٢) كان هذا ما أدلى به مايكل جرينبرجر ***Michael Greenberger***، أحد زملاء بورن السابقين، إلى صحيفة نيويورك تايمز فى ٢٠٠٨. وكان جرينسبان فى نوفمبر ١٩٩٩، جنبًا إلى جنب مع وزارة الخزانة، قد طلبا من الكونجرس أن يمنع لجنة ***CFTC***، من تنظيم المبادلات الائتمانية المتعثرة وغيرها من المشتقات – وهو الاقتراح الذى تمت الموافقة عليه فى شكل قانون فى العام التالى. وقد علقت بورن فى ٢٠٠٩ "إننى غير مسرورة بالتأكيد بالنتائج. وأظن أن السوق قد نما نموًا هائلاً، بقليل من الإشراف والتنظيم، حتى أنه جعل الأزمة المالية أكثر عمقًا وأوسع انتشارًا بدرجة تزيد على ما كان يمكن أن تكون عليه"(٣).

---

(١) مقال ***Rick Schmitt, "Prophet and Loss," Standford Magazine, March/April 2009.*** يمكن الحصول عليه من خلال الرابط:

http://www.stanfordalumni.org/news/magazine/2009/marapr/features/born.html

(2) Peter S. Goodman, "Taking a Hard New Look at a Greenspan Legacy," New York Times, October 9, 2008

(٣) مقال ***Rick Schmitt, "Prophet and Loss," Standford Magazine, March/April 2009.*** يمكن الحصول عليه من خلال الرابط:

http://www.stanfordalumni.org/news/magazine/2009/marapr/features/born.html

كان هناك توازٍ مدهش بين موقف جرينسبان تجاه المشتقات، ومنهجه تجاه فقاعات المضاربة. وفى كلتا الحالتين، رفض بعناد وتصميم أن ينظر فى فكرة فشل السوق. وفى أواخر التسعينيات عندما ارتفع مؤشر ناسداك ***NASDAQ*** إلى عنان السماء، كان يجادل عما إذا كان من الممكن التمييز بين فقاعة سوق الأسهم وارتفاع الأسعار الذى تبرره الأسس الاقتصادية. وحتى لو كان من الممكن عمل مثل هذا التمييز، فإن رفع أسعار الفائدة لتفجير الفقاعة لن يكون بالضرورة هو الشيء السليم؛ لأنه قد ينتهى إلى التسبب فى الكساد الذى كنت تسعى إلى تجنبه، وفى وصيته إلى لجنة الشئون المصرفية بمجلس الشيوخ التى ألقاها فى يوليو ١٩٩٩، قال جرينسبان، إنه بدلاً من اتخاذ إجراءات عنيفة ذات عواقب لا يمكن التنبؤ بها، مثل وخز الفقاقيع، فإن الاحتياطى الفيدرالى ينبغى أن يركز على سياسات مصممة "لتحقيق الآثار عندما تحدث، مع الأمل، أن تعمل على تسهيل الانتقال إلى التوسع التالى".

والمشكلة مع مثل هذا النهج لعدم التدخل ***Hands-off approach*** هو أن الفقاعات تتجه إلى أن تتغذى على نفسها، وعواقبها يمكن أن تكون قاسية. وعندما انفجرت فقاعة ناسداك ***NASDAQ*** فى نهاية الأمر، فى مارس ٢٠٠٠، دمرت ما تزيد قيمته على ٢ تريليون دولار من الثروات الورقية حتى نهاية ٢٠٠١، وقد أدت حالات الهبوط المتوالية إلى أن يبلغ إجمالى التكلفة نحو ٧ تريليون دولار. وكان جزء كبير من هذه الأموال مجرد خيال ولكن اختفاءها الفجائى أطلق قوى انكماشية قوية فى أرجاء الاقتصاد، مما أدى إلى إسراع جرينسبان وزملائه للعمل على "تخفيف الآثار"[١] من خلال تخفيض أسعار الفائدة. وقد ساعدت الأموال الرخيصة فى ضمان ألا يستمر ركود عام ٢٠٠١ إلا لمجرد ثمانية شهور فقط،

---

(١) شهادة ألان جرينسبان. ***Alan Greenspan testimony before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. Congress, July 22, 1999.*** يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/1999/july/testimony.htm

ولكن ظل الاستهلاك واستثمارات الأعمال بطيئة وراكدة، وهو ما أدى إلى إسراع الاحتياطى الفيدرالى إلى تخفيض سعر فائدة الإقراض فيما بين البنوك بنصف نقطة أخرى فى نوفمبر ٢٠٠٢، فبلغت ١,٢٥%.

وفى هذا الصدد تم فى شهر يونيه ٢٠٠٣ اتخاذ قرار بتخفيض سعر الإقراض فيما بين البنوك مرة أخرى، بحيث أصبح ١%. وبناءً على الظروف فى ذلك الوقت، كان يبدو خطوة معقولة، وإلى جانب آثار التخفيضات الضريبية لحكومة بوش وإعادة إحياء ثقة منشآت الأعمال والمستهلكين وبعد النهاية السريعة للحرب الشاملة فى العراق، أنتج تحولاً سريعًا فى الاقتصاد. وفى الربع الثالث من عام ٢٠٠٣، توسع الناتج المحلى الإجمالى بمعدل سنوى بلغ ٧,٥%. وفى حديثه إلى الجمعية الاقتصادية الأمريكية ***American Economic Association*** فى ٣ يناير ٢٠٠٤، ربت جرينسبان بنفسه على ظهره وقال "يبدو أن هناك دليلاً كافيًا، مؤقتًا على الأقل، لاستنتاج أن إستراتيجيتنا فى تناول عواقب الفقاعة بدلاً من تناول الفقاعة ذاتها، كانت ناجحة. وعلى الرغم من هبوط السوق المالية، وهجمات الإرهابيين، وفضائح الشركات، والحروب فى أفغانستان والعراق، فإننا لم نعان إلا من ركود استثنائى خفيف – أخف حتى من ذلك الذى حدث قبل عقد من الآن"(١).

وبعد مرور شهر، قام بن برنانكى، الذى كان حينئذ أحد محافظى الاحتياطى الفيدرالى، أعطى جرينسبان نفسه رَبتةً على الظهر، مجادلاً بأن "التحسينات فى السياسة النقدية" قد كانت مصدرًا مهمًا لطول الفترة الممتدة التى سادها هدوء اقتصادى نسبى والتى ترجع بداياتها إلى الثمانينيات، ويشير إليها الاقتصاديون باسم "الاعتدال العظيم ***the Great Moderation***" وقال برنانكى إنه "كان متفائلاً بالنسبة

---

(١) تصريحات ألان جرينسبان. *Alan Greenspan: "Risk and Uncertainty in Monetary Policy," remarks to the annual meeting of the American Economic Association, San Diego, January, 2004.* يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040103/default.htm

للمستقبل" لأن صناع السياسات من غير المحتمل أن ينسوا الدروس التى تعلموها.

وفى الواقع فإن الاحتياطى الفيدرالى، من خلال محافظته على بقاء أسعار الفائدة منخفضة اصطناعيًا، كان فى طريقه لاستبدال فقاعة بأخرى. وقد وضع جون بى تايلور *John B. Taylor*، وهو اقتصادى معروف من جامعة ستانفورد، معادلة بسيطة تبين سعر الفائدة الذى ينبغى أن يحدده الاحتياطى الفيدرالى بناءً على مستوى التضخم والبطالة. وفى الفترة من ١٩٨٣ حتى ٢٠٠٢ كانت "قاعدة تايلور *Taylor rule*" تتبع سعر الإقراض بين البنوك بدقة وسلامة. ولكن فى أثناء جزء كبير من أعوام ٢٠٠٣ و ٢٠٠٤ و ٢٠٠٥ كان السعر أقل بنسبة ٢% عما كان يمكن أن تتنبأ به قاعدة تايلور، وكان تايلور جمهوريًا شغل منصب وكيل وزارة الخزانة فيما بين ٢٠٠١ و ٢٠٠٥. وفى إحدى الأوراق الحديثة، اتهم جرينسبان وزملاءه مباشرة بمسئوليتهم عن الأزمة المالية ٢٠٠٧-٢٠٠٨، قائلاً "إن الاحتياطى الفيدرالى قد تسبب فى الأزمة بانحرافه عن السوابق التاريخية والمبادئ الخاصة بتحديد أسعار الفائدة التى عملت بشكل جيد لمدة عشرين عامًا"(١). بل إن بعض موظفى الاحتياطى الفيدرالى أوحوا بأنه تحت رئاسة جرينسبان قام البنك المركزى باتباع سياسة مضللة. وفى نوفمبر ٢٠٠٦، قال ريتشارد فيشر *Richard Fisher*، المحافظ الفصيح ورئيس الاحتياطى الفيدرالى فى دالاس، بأن سعر الفائدة للإقراض بين البنوك "ظل محتفَظًا به أطول مما كان ينبغى" وهو "ما أدى إلى تضخيم نشاط المضاربة فى المنازل وغيرها من الأسواق"(٢).

---

(١) ورقة بحثية *John B. Taylor: "The Financial Crisis and the Policy Responsese: An Empirical Analysis of What Went Wrong," paper presented at a conference organized by the Bank of Canada, Ottawa, November 14, 2008.* يمكن الحصول عليها من خلال الرابط: http://www.stanford.edu/~johntayl/FCPR.pdf

(٢) تصريحات ريتشارد فيشر. *Richard W. Fisher, "Confessions of a Data Dependent," remarks before the New York Association for Business Economics, New York, November2, 2006.* يمكن الحصول عليها من خلال الرابط: http://www.dallasfed.org/news/speeches/fisher/2006/fs061102.cfm

وبعض النقاد مثل تايلور وفيشر لم يشيرا إلا إلى موقف جرينسبان شديد الإفراط، بينما ركّز آخرون على دعمه لعمليات التحرر من القوانين ***deregulation***. ولكن كانت التوأمة بين السياستين – في الواقع – هى التى أثبتت ضررها الشديد. وفى اقتصاد حديث به قطاع مالى ضخم، فإن الجمع بين الأموال الرخيصة والتراخى فى الإشراف، إذا ما استمرت المحافظة عليه لسنوات، فإن المؤكد فى نهاية الأمر أن يؤدى إلى الاضطراب والمتاعب. ولكن هذا كان شيئًا لم يقبله مطلقًا جرينسبان الذى كان أسيرًا فى فخ عالم الاقتصاد الطوباوى. "فى كثير من النواحى، كان الاستقرار الظاهر لتجارتنا العالمية والنظام المالى يعتبر إعادة تأكيد للمبدأ البسيط الذى جرى اختباره زمنًا طويلاً والذى أعلنه آدم سميث فى ١٧٧٦"[1]. هكذا كتب قبل فترة قصيرة من بداية أزمة القروض عالية المخاطر ***Subprime crises***.

إن الناس يجب أن يكونوا أحرارًا للتصرف وفقًا لمصالحهم الشخصية، بدون أن تعوقهم صدمات خارجية أو سياسة اقتصادية. إن الأخطاء التى لا يمكن تجنبها، وفورة الاستبشار للمشاركين فى السوق العالمى ونواحى النقص والعيوب التى تفرخها تلك الزلات تنتج اختلالات فى التوازن الاقتصادى، ضخمة وصغيرة. ومـــع ذلك وحتـــى فـــى أثنـــاء الأزمـــات، يبدو أن الاقتصادات ستصحح نفسها لا محالة. (على الرغم من أن العملية قد تستغرق أحيانًا وقتًا طويلاً).

وقد أخفقت قصيدة اليد الخفية فى ذكر أن ما يؤدى عادة إلى تمكين الاقتصادات الحديثة "لتصحيح نفسها" هو الإسراع بالعمل الحكومى. إن جرينسبان لم يكن يرأس سوقًا خاصًا، ولكنه كان رئيس مجلس إدارة بنك مركزى، تم إنشاؤه فى عام ١٩١٣، ليتعامل بصفة خاصة مع سلسلة من حالات فشل الأسواق الفاضحة التى كشفها ذعر المصرفيين لعام ١٩٠٧ ***Bankers' Panic of 1907***.

---

(1) Greenspan, Age of Turbulence, 368

وعقب انهيار شركة كينكربروكر تراست ***Knickerbocker Trust*** كان بقية النظام المصرفى يكاد يكون قد انهار. وقد وافق جى. بى مورجان العتيد وغيره من كبرى المنشآت فى وول ستريت ذات القدرة على تقديم الأموال للمنشآت المضطربة عندما لا توجد منشأة خاصة تريد القيام بهذا.

وقد رأس جرينسبان لمدة عقدين مؤسسة كانت معدّة خصيصًا لإنقاذ الرأسمالية المالية من نفسها. وكان الادعاء من جانبه بأن اقتصاد السوق مستقر بحكم فطرته لا يقتصر على كونه أمرًا محل خلاف بل يعتبر حماقة. ولو كان يعتقد جديًا فيما كتبه، فإنه بالتأكيد يكون قد اتبع قيادة زملائه من الرانديين (أتباع آين راند) وجادل من أجل إلغاء نظام الاحتياطى الفيدرالى وإعادة إنشاء المبدأ الذى ينادى بأنه ينبغى السماح للمؤسسات المالية المناضلة بالسقوط. وهو ما لم يفعله مطلقًا. ولكنه، بدلاً من ذلك ساعد فى تسهيل الأمور للممولين ليأخذوا رافعة ومخاطر إضافية بينما يقومون باتباع سياسة نقدية غالبًا ما تبدو مصممة لحمايتهم من أخطائهم.

إن تكوين مجموعة من بنك احتياطى فيدرالى يمكنه أن يقوم بطباعة النقود، ومجلس نواب يمكنه أن يرخِّص بعمليات إنقاذ، يقدم شبكة أمان شديدة الاتساع للمنشآت المالية الكبيرة. وفى مثل هذه البيئة، فإن اتباع سياسة النقود السهلة، إلى جانب التحرير القانونى، لا يرقى إلى اقتصاد السوق الحر، ولكنه أحد أشكال الرأسمالية الصديقة. وتتم خصخصة مكاسب الابتكارات المالية والمضاربة، مع ذهاب الجزء الأكبر منها إلى مجموعة صغيرة من الأثرياء الذين يجلسون على قمة النظام. ويتم استيعاب قدر كبير من الخسائر اجتماعيًا. وهذا الإطار للسياسات لا يحقق مجرد عدم المساواة فحسب، بل إنه أيضًا يؤدى إلى عدم الاستقرار. إذ أنه بمجرد أن يتخلى الاحتياطى الفيدرالى عن مسئوليته الخاصة بمنع تحمل المخاطر

المفرطة، فإن اللا منطقية الرشيدة ستضمن فى نهاية الأمر، أن النظام يتحرك نحو ما أشار إليه مينسكى باسم "تمويل بونزى ***Ponzi finance***" وفى يونيه ٢٠٠٣، كانت هذه العملية قد تقدمت كثيرًا. وفى أثناء مدة العامين ونصف العام التى بقيت قبل تقاعد جرينسبان، سيصبح من غير الممكن التراجع عنها.

الفصل الثامن عشر

جاذبية العقارات

بدأ الافتتان الأمريكى بالعقارات مع وصول السفينة ماى فلاور ***Mayflower*** أو بعد ذلك بفترة قصيرة. ولمدة طويلة فى عصر الثورة، كانت الأراضى متوفرة بدرجة كبيرة، حتى أن السلطات الاستعمارية كانت تقدم الأرض مجاناً للمزارعين وللشخصيات المحلية البارزة. وفى منتصف القرن الثامن عشر، ومع ازدياد أعداد السكان، بدأ المضاربون فى إعادة تقسيم أجزاء من ولايات فرجينيا، ونيوإنجلند، ونيويورك، وبنسلفانيا وأوهايو. وكان كثير من الشخصيات العظيمة فى الحقبة الثورية، بمن فيهم جورج واشنطن، وبنجامين فرانكلين، وباتريك هنرى من بائعى الأراضى النشطاء. وبعد طرد الإنجليز من البلاد، كان توماس جيفرسون يريد أن يعطى لصغار المزارعين حق امتلاك الأراضى مجاناً، أو ربما ما يزيد على ذلك؛ وقال هاميلتون إن المضاربين ينبغى أن يسمح لهم بمراكمة قطع ذات حجم كبير من الأراضى وأن يقوموا بتثمينها. وقد اكتسحت وجهة نظره ما عداها، وفى السنوات التى تلت حرب الثورة، شهدت الولايات المتحدة أول فورات الازدهار العقارى. وأخذ المضاربون يتنافسون على الأراضى التى تمت مصادرتها من المحافظين من ملاك الأراضى الذين كانوا يؤيدون الإنجليز فى أثناء وجودهم، ورسم القائمون بتنمية الأراضى خططاً طموحة لمستوطنات ومدن جديدة. وازدادات حدة ارتفاع قيم الأراضى وتكونت الثروات بسرعة قبل أن يتحول الازدهار إلى إفلاس(١).

---

(1) History of land speculation: Donald G. Holgrieve, "Land Speculation and Other Processes in American Historical Geography," Journal of Geography 75, no. 1 (January 1976)

وفى أثناء القرنين التاليين، تكرر النمط نفسه على فترات منتظمة. وفى خلال ثلاثينيات القرن التاسع عشر، حدث اندفاع مجنون إلى ما كان يطلق عليه وقتئذ أراضى الشمال الغربى، وتم تمويل أكثر المشتريات من خلال البنوك "غير الشرعية ***Wildcat banks***"، التى أصدرت سندات ذات شكل جميل ولكنها لم تكن تساوى إلا قليلاً من ناحية رأس المال الحقيقى. "وفى ١٨٣٦ كانت كل سفينة تصل إلى ديترويت تحمل أعدادًا كبيرة من المهاجرين والمضاربين، مع مئات من الركاب الذين غالبًا ما كانوا يصلون فى سفينة واحدة"[(١)]. هذا ما وصفه ويليز دنبار ***Willis F. Dunbar*** وجورج ماى ***George S. May*** فى كتابهما عن ولاية ولفراين الصادر فى عام ١٩٩٥. "وقد ازدحمت مكاتب الأراضى فى ديترويت وكلامازو بمنشآت الأعمال. وكانت الصفوف الطويلة تتكون أمام أبوابها، وأحيانًا كان المشترون يدفعون مبالغ كبيرة لمجرد الوقوف فى مكان متقدم من الصف. وفى كلامازو كان هناك بحر من الخيام والأكواخ المؤقتة يحمى الرجال الذين كانوا يسعون لشراء الأراضى".

وفى سنوات الثمانينيات من القرن التاسع عشر، وفى أعقاب وصول خطوط السكك الحديدية لشركة ساوذرن باسفيك ***Southern Pacific*** وشركة سانتا فى ***Santa Fe***، لعبت شركة ساوذرن كاليفورنيا ***Southern California*** دور المضيف لنوبة جنون عقارية أخرى، والتى تم فى أثنائها بناء معظم لوس أنجلوس. وبعد مرور أربعين سنة كان النشاط فى جنوب فلوريدا حيث كان القائمون بالتنمية الأذكياء مثل كارل فيشر، الذى كان وراء خلق شاطئ ميامى، وجورج ميريك الذى قام ببناء كورال جيبلز ***Coral Gables*** يروجون لها باعتبارها جنة شبه استوائية.

---

(1) Willis F. Dunbar and George S. May, Michigan: A History of the Wolverine State (Grand Rapids, Mich.: Wm. B. Eerdmans Publishing Company; 3rd rev. Sub. Ed., 1995), 224

(وكانت هناك لافتة كبيرة نصبها فيشر فى ميدان تايمز سكوير تقرأ "إنه شهر يونيو فى ميامى"). وفى بعض مناطق ميامى كانت الملكيات تنتقل بأسعار فلكية. "لقد أصبحت المدينة كلها مكانًا واحدًا أصابه جنون التبادل العقارى"[1] هكذا كتب فردريك ليوس ألين فى روايته ***Only Yesterday*** وهى قصته الكلاسيكية عن "عشرينيات القرن الماضى". كان يقال "إن هناك نحو ٢٠,٠٠٠ مكتب عقارى ونحو ٢٥,٠٠٠ وكيل يقومون بتسويق هذه المنازل أو قطع الأراضى.. وكانت الحافلات الآلية تهدر على شارع فلاجلر ***Flagler Street***، تحمل المشترين المحتملين فى رحلات مجانية ليشاهدوا آلات رفع الوحل والرمال، والمجارف البخارية وهى تُحوِّل المستنقعات الشاسعة المليئة بأشجار المانجروف والحواف الرملية لخليج بيسكاين ***Bay of Biscayne*** إلى مدن ضخمة ذات طابع إيطالى مثل فينسيا لأصحاب المنازل الأمريكيين والباحثين عن المتع فى المستقبل".

أما ما كان جديدًا بشأن فورة الازدهار العقارى التى انتهت فى عام ٢٠٠٦ فهو انتشارها الجغرافى. ففى العصور السابقة، كانت الفقاعات مقصورة على نواحٍ ومواقع معينة. أما فى هذه المرة فقد انتشر جنون المضاربة من المحيط إلى المحيط. وعلى الرغم من أن بعض المدن الكاسدة مثل نيو أورليانز، وكليفلاند قد فاتتها الفرصة، فإن معظم المراكز الكبيرة للسكان قد شهدت ارتفاعات هائلة فى أسعار المنازل. ومن ميامى إلى سان فرانسيسكو، ومن سان دييجو إلى بوسطون، حلت العقارات محل سوق الأوراق المالية كموضوع رئيسى للمحادثات المالية، وأصبحت السبيل الرئيسى لخطط الثراء السريع.

---

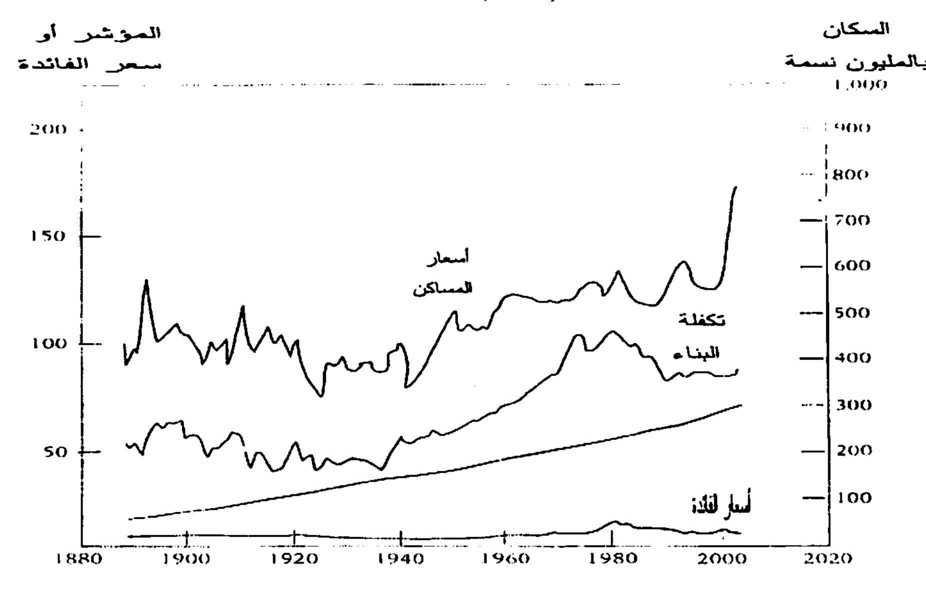
(1) Fredrick Lewis Allen, Only Yesterday: An Informal History of the 1920's (New York: HarperPerennial Modern Classics, 2000), 235

وعلـــى النقيــض مـــن بعض الروايات، فإن الازدهار لم يبدأ فى ٢٠٠٣ أو ٢٠٠٤. وقد وضع روبرت شيللر *Robert Shiller* شكلاً يبين أسعار المساكن فى الولايات المتحدة منذ عام ١٨٩٠. (انظر شكل ١٨-١). وهو يبين بوضوح أن الأسعار بدأت ترتفع بمعدل غير مسبوق فى منتصف التسعينيات من القرن الماضى. وفى كثير من المدن المنفردة، كانت الزيادات أكثر كثيرًا مما يوحى به شكل شيللر. وفى فترة السنوات الأربع فيما بين ديسمبر ١٩٩٨ وديسمبر ٢٠٠٢ فقط، قفزت أسعار المساكن بنحو ٧٠% فى سان فرانسيسكو وبوسطون، وبنحو ٥٠% فى لوس أنجلوس وميامى وواشنطون دى.سى (هذه الأرقام وتلك التى تليها غير معدَّلة وفقًا للتضخم. وقد أتت الأرقام من الأسعار القياسية للمساكن لشركة ستاندارد أند بـــورز بإحالة شيللر، وهى نفس الأرقام التى ساعد فى وضعها روبرت شيللر)[1].

---

(1) S&P/Case-Shiller Home Price Indices: http://www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-price-indices/en/us/?indexId=spusa-cashpidff--p-us----

شكل (١٨-١) أسعار المساكن



(Source: Robert J. Shiller, Irratioal Exuberance, Second Edition, c 2005 Princeton University Press. Reprinted by permsission of Unviersity Press.)

من عام ١٨٩٠ إلى عام ٢٠٠٨، مع تكلفة البناء، وتعداد السكان، وأسعار فائدة السندات الحكومية طويلة الأجل سنويًا ١٨٩٠- ٢٠٠٨

وبصفة عامة، فيما بين الربع الرابع لعام ١٩٩٦ والربع الرابع لعام ٢٠٠٦، ارتفع متوسط أسعار المساكن فى جميع أرجاء البلاد بنسبة ١٢٩%. وتبرز أرقام الاحتياطى الفيدرالى أن ازدهار أسعار المساكن كان ظاهرة طويلة الأجل. وفيما بين ١٩٩٧ و ٢٠٠٢ ارتفع إجمالى قيمة العقارات المملوكة للعائلات الأمريكية من ٨,٨ تريليون دولار إلى ١٤,٥ تريليون دولار. وفى السنوات الأربع التالية ارتفع إلى ٢١,٩ تريليون دولار(١). وكان مبلغ ١٣,١ تريليون دولار الذى يمثل الزيادة

---

(1) *Table B.100, Federal Reserve Flow of Fund Accounts.* يمكن الحصول عليها من خلال الرابط: *http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a2005-2008.pdf*

فى الثورة العقارية فى خلال فترة السنوات التسع من عام ١٩٩٧ وحتى عام ٢٠٠٦ يعنى نحو زيادة بمبلغ ١٢٥,٠٠٠ دولار لكل عائلة فى البلاد. (بالطبع، لم يتم تقسيم المكاسب الفعلية بالتساوى). وبالدولار، لم يكن ممكنا مقارنة فقاعة المساكن بفقاعة *dot-com*، فقد كانت أكبر كثيرًا (فيما بين عامى ١٩٩٦ و ١٩٩٩، ارتفع إجمالى قيمة الأسهم المملوكة للعائلات الأمريكية بنحو ٥ تريليون دولار).

فيما بين الاقتصاديين، ما زال هناك بعض الجدل بشأن الوقت المحدد بالضبط الذى تحول فيه الازدهار العقارى إلى فقاعة. ونظرًا لعدم وجود تعريف للفقاعة، وهذا الخلاف لا يمكن أن يجد حلاً بصورة نهائية. وكما أشرت فى الفصل الأول، أنه مع نهاية عام ٢٠٠٢ كانت أسعار المساكن قد تحركت فعلاً بما تجاوز نطاقاتها التاريخية بالنسبة إلى الدخول والإيجارات. ولكن فى بداية عام ٢٠٠٣، تقريبًا فى الوقت نفسه الذى كان الاحتياطى الفيدرالى يقوم فيه بتخفيض أسعار الفائدة إلى مستويات دنيا تاريخية، بحيث إنها ابتعدت فعليًا عن الواقع. وأحد المقاييس المعيارية لمعرفة ما إذا كانت أسعار المساكن مقوَّمة بأكثر من قيمتها هو نسبة متوسط أسعار المنازل إلى متوسط دخول العائلات. (فإذا كانت أسعار جميع المساكن قد اتخذت اتجاهًا صعوديًا، فإن متوسط سعر المنازل سيكون مقدارًا واحدًا فى وسط الخط. وينطبق نفس الشيء على متوسط الدخل). وتبين الأرقام التى تم الحصول عليها من مركز هارفارد المشترك لدراسات الإسكان أنه فيما بين عام ١٩٨٠ وأواخر التسعينيات من القرن العشرين ظلت هذه النسبة ثابتة إلى حد كبير عندما يقترب من الرقم ثلاثة. وفى عام ٢٠٠٢ قفزت النسبة إلى ٣,٦ وبحلول عام ٢٠٠٦ بلغت ٤,٦، مشيرة إلى أن الأسعار أصبحت غير محتملة بدرجة خطيرة[١].

---

(1) The Metro Affordability Index in "The State of the Nation's Housing 2007," Joint Center for Housing Studies, Harvard University. يمكن الحصول عليه من خلال الرابط:
http://www.jchs.harvard.edu/publications/markets/son2007/son2007.pdf

وفى بعض البقاع العقارية الساخنة، مثل لوس أنجلوس – لونج بيتش وسان فرانسيسكو – أوكلاند، كانت أسعار المساكن قد غدت شديدة الارتفاع بالنسبة للدخول منذ زمن طويل، ولكن فى أثناء سنوات الفقاعة بلغت درجة عدم الاحتمال مستويات قصوى غير مسبوقة. وفى عام ١٩٩٦، كانت نسبة متوسط أسعار المساكن إلى متوسط دخول العائلات قد بلغت ٤ فعلاً فى لوس أنجلوس – لونج بيتش، وبلغت نسبة ٤,٥ فى سان فرانسيسكو – أوكلاند. وبحلول عام ٢٠٠٢، قفزت النسب إلى ٥,٦ و ٦,٨ بالترتيب، وفى عام ٢٠٠٦ وصلت إلى ١٠ و ٩,٨. وهذه الأرقام تحتمل التفتيش والتدقيق. وعند قمة الازدهار، كانت العائلات فى تلك المدن التى كانت تكسب ٥٠,٠٠٠ دولار سنويًا تشترى المساكن التى تبلغ قيمة كل منها ٥٠٠,٠٠٠ دولار، أما التى كانت تكتسب ١٠٠,٠٠٠ دولار سنويًا فكانت تشترى مساكن من تلك التى تبلغ قيمتها مليون دولار. وحتى يمكن امتلاك سكن متسع بدرجة معقولة، وفى منطقة شبه لائقة، كانت عائلات الطبقة المتوسطة تضطر إلى دفع أسعار كانت تعتبر قبل عقد من الزمن مقصورة على الطبقات شديدة الثراء.

وعلى الساحل الشرقى، كان مستوى ارتفاع التقييم أقل إفراطًا، ولكن حفزات السعر النسبى كانت معتدلة. وفى عام ١٩٩٦، كانت المنازل العادية فى منطقة نيويورك تباع بنحو ٣,٧ مرة من دخول العائلات؛ وبعد عشر سنوات، ارتفعت نسبة السعر إلى الدخل إلى ٧,١. وفى ميامى الكبرى، فى نفس الفترة ارتفعت النسبة من ٣,٣ إلى ٧,٢، وفى واشنطون دى. سى – فرجينيا الشمالية – ارتفعت من ٢,٩ إلى ٥,٧.

وينبغى أن أؤكد، مرة أخرى، أن هذه الإحصاءات تنطبق على الشقق والمنازل التى ليست شيئًا خاصًا متميزًا؛ بل هى مجرد أمكنة إيواء نمطية للطبقة

الوسطى. وكلما ارتفعت منحنيات الدخل وأسعار المساكن، فى الأجزاء الأكثر رقيًا فى المدينة، وفى الضواحى الأنيقة، كانت الفقاعة أكثر ظهورًا ووضوحًا. ومع كل الأموال التى كانت تولدها المنشآت المالية، فقد تأثرت مانهاتن ومراكز مالية أخرى بصفة خاصة. وفى عام ١٩٩٨، كان متوسط سعر شقة [فى عمارةَ ***Condominium apartment*** بمانهاتن نحو ٣٤٥٠٠٠ دولار، طبقًا للأرقام التى جمعتها مجموعة كوركوران ***Corcoran Group***، وبحلول عام ٢٠٠٢ ارتفع السعر إلى ٦٨٧,٠٠٠ دولار، وفى ٢٠٠٧ أصبح السعر الذى تباع به الشقة العادية التى تبلغ مساحتها ٩٠٠ قدم مربع، نحو ١,١ مليون دولار. بل وأصبحت تكلفة الشقق الكبرى مانعة بدرجة أكبر. وطبقًا لمؤسسة كوركوران، فإنه بحلول عام ٢٠٠٧ أصبح سعر الشقة العادية ذات الثلاث حجرات نوم ٢,٧ مليون دولار. وإذا ما كسبت إحدى أوراق اليانصيب وقررت أن تشترى أحد المساكن المتصلة ***town house*** فى الجانب الشرقى، فإن المسكن العادى المتصل بآخر كان سيكلفك ٩,٣ مليون دولار[١].

وتختلف كل فقاعة عن الأخرى، ولكن تكاد كلها تتقاسم ثلاث سمات مشتركة؛ أن يكون صناع السياسات متمسكين بوهم الاستقرار، وأن تؤدى المبتكرات المالية إلى جعل المضاربة أكثر سهولة، وأن يكون تفكير العصر الجديد متصفًا بزيادة الثقة وقصر النظر بالنسبة للكوارث.

وفى الفقاعات العقارية، بشكل خاص، فإن السياسة النقدية تكون عنصرًا أساسيًا. وتقدم أسعار الفائدة المنخفضة الغاز اللازم لنفخ الفقاعة. وبمجرد أن تبدأ أسعار المنازل فى الارتفاع، يبدأ سعر الرهون الفعلى فى تحديد حدوده العليا، والعلاقة عادة ما تكون واحد إلى واحد. وإذا كان سعر الفائدة على الرهون الثابتة

---

(1) *The Corcoran Report 2008, Corcoran Group.* يمكن الحصول على التقرير من خلال الرابط:
http://www.corcoran.com/guides/pdf/corcoranreport-2008.pdf

لمدة ثلاثين عامًا هو ١٠%، فإن الشخص الذى يحصل على دخل كاف ليسدد قسطًا بمبلغ ٢٥٠٠ دولار شهريًا يمكنه أن يحصل على قرض بمبلغ ٢٨٥,٠٠٠ دولار. وإذا ما أضفنا إلى ذلك دفعة مقدمة تعادل ٢٠% فإن الحد الأعلى لسعر المسكن الذى يمكن للشخص تحمله هو ٣٤٢,٠٠٠ دولار. وإذا ما هبط معدل الرهن إلى ٥%، فإن نفس الشخص يمكنه شراء منزل يتكلف ٥٦٤,٠٠٠ دولار، بافتراض إمكانه تحمل الدفعة المقدمة الكبرى.

ولم يكن من الممكن للاحتياطى الفيدرالى القيام بأكثر مما فعل لتخفيض أسعار الرهون. وفى يناير ٢٠٠١، استقر سعر الإقراض فيما بين البنوك عند ٦%. وكان متوسط السعر على الرهون الثابتة لمدة ثلاثين عامًا هو ٧,٠٣%. وبعد سنتين، انخفض سعر الإقراض بين البنوك إلى ١,٢٥%، وانخفض السعر على الرهون لمدة ثلاثين عامًا إلى ٥,٩٢%. وفى يناير ٢٠٠٥، كان سعر الإقراض بين البنوك ما يزال عند ٢,٥%، وكان سعر الرهون طويلة الأجل ٥,٧١%. وعلى أية حال، فعند تلك المرحلة لم يكن سوى الكبار الفخورين هم الذين يحصلون على القروض ذات السعر الثابت لمدة ثلاثين عامًا، وفيما بين عامى ٢٠٠١ و ٢٠٠٦ هبطت نسبة الرهون التى أصدرت وفقًا لنظام المنتجات التقليدية ذات السعر الثابت من ثلاثة أخماس إلى الثلث. وبتشجيع جرينسبان، كان أغلب المشترين للمساكن يأخذون الرهون ذات أسعار الفائدة القابلة للتعديل، التى قدمت أسعارًا ثابتة أكثر انخفاضًا لمدة محدودة – عادة كانت سنة أو خمس أو ثماني سنوات. وقد قال رئيس مجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى فى عام ٢٠٠٤ "إن الرهن التقليدى ذا سعر الفائدة الثابت قد يكون طريقة غالية لامتلاك منزل. وتوحى البحوث الحديثة فى نطاق الاحتياطى الفيدرالى بأن كثيرًا من ملاك المنازل ربما كانوا قد وفَّروا

عشرات الآلاف من الدولارات لو كانوا قد أخذوا الرهون ذات السعر القابل للتعديل بدلاً من الرهون ذات السعر الثابت، فى خلال العقد الماضى"[١].

وقد لوحظ الرفض العنيد لجرينسبان بالاعتراف بالفقاعة العقارية. وقد كان على وعى تام بالصلة بين السياسة النقدية وأسعار المساكن، ولكنه فى أبريل ٢٠٠٢ وقف أمام اللجنة الاقتصادية المشتركة للكونجرس، وأبدى سببين بشأن عدم احتمال تعرض السوق العقارى لفقاعة من نوع *dot-com*. أولاً: إن الاتجار فى المساكن يفوق كثيرًا فى صعوبته الاتجار فى الأسهم؛ إذ أن المساكن أقل سيولة. ثانيًا: "إن المسكن فى بورتلاند، بولاية أوريجون، لا يمثل بديلاً قريبًا لمسكن فى بورتلاند بولاية مين، كما أن السوق الوطنى للمساكن ينظر إليه كمجموعة متباينة من الأسواق المحلية للمساكن. وحتى لو حدثت فقاعة فى أحد الأسواق المحلية، فإنها لن تؤثر بالضرورة على البلاد بأسرها"[٢].

كانت النقطة الأولى لجرينسبان صحيحة وهى أن عملية شراء أو بيع مسكن عملية مكلفة وتستهلك وقتًا، إلا أن السيولة هى ناحية واحدة فقط من المضاربة. إن الوصول إلى التمويل على نفس القدر من الأهمية، ومن الأسهل تدبير التمويل فى السوق العقارى أكثر منه فى أى سوق آخر. فإذا ما كان الحظ حليفك، فقد يسمح لك سمسارك للأوراق المالية بأن تفتح حسابًا هامشيًا يضاعف مبلغ النقود الذى تستثمره فى الأسهم والسندات. ففى سوق المساكن، تقوم البنوك روتينيًا بالسماح للراهنين بالاقتراض بما يعادل أربع مرات المبلغ الذى دفعوه مقدمًا، وفيما بين ٢٠٠٢ و ٢٠٠٦ غالبًا ما كانت نسب الرافعة أكثر ارتفاعًا.

---

(١) تصريحات ألان جرينسبان. *Alan Greenspan, "Understanding Household Governmental Affairs Conference, Washington, D.C., February 23, 2004*

(2) Alan Greenspan, "Monetary Policy and the Economic Outlook," Joint Economic Committee, U.S. Congress, April 17, 2002

إن قوة الرافعة وإتاحة وسائل التمويل ذات الأسعار المتواضعة، والبعيدة عن عدم مناسبتها كطرق للمضاربة، حساسة بدرجة مزمنة لها. (فى السنوات الأخيرة، حدثت فقاعات المساكن فى أماكن بعيدة مثل أيرلندا، وإسبانيا، وجنوب أفريقيا، وأستراليا). وبمجرد أن تبدأ أسعار العقارات فى الارتفاع، يبدأ المشترون الاحتماليون فى توقع زيادات أكبر، وهو ما يجعلهم أكثر ترحيبًا بدفع مبالغ أكبر لأى عقار. وفى نفس الوقت، كما لاحظ مينسكى، تقوم البنوك على الفور فعليًا بإصدار رهون أكبر، نظرًا لارتفاع قيمة الضمان الذى تقوم عليه هذه القروض. وارتفاع الأسعار يعمل على خلق طلب أكثر وهو ما يؤدى بدوره إلى ارتفاع أكبر فى الأسعار.

وهذه الظاهرة هى التى تميز بين الأسواق المستقرة وغير المستقرة. ففى سوق السيارات أو تذاكر الطائرات، يؤدى الارتفاع فى الأسعار إلى هبوط فى الطلب، ثم تهبط الأسعار. ولكن فى الأسواق التى تتضمن عنصر مضاربة، مثل العقارات، فإن الأسعار الأكثر ارتفاعًا يمكن أن تولّد طلبًا أعلى. وللتأكد، فإن ارتفاعات الأسعار، ستولّد أيضًا زيادة فى العرض، فى شكل فورة ازدهار فى التشييد، ولكن فى الوقت الذى يستغرقه بناء كافة المساكن الجديدة وتسويقها، يمكن أن تتصاعد أسعار المساكن القائمة بدرجة كبيرة. وفى أثناء فقاعة المضاربة، لا تُلغى قوانين العرض والطلب، ولكنها تُعلَّق لبعض الوقت – وهذا شيء تجاهله جرينسبان وغيره من الاقتصاديين الطوباويين.

ولكى نكون منصفين معه، فإن رئيس مجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى لم يكن صانع السياسات الكبير الوحيد الذى كان يتحدث عن سوق العقارات. ففى عام ١٩٩٣، أطلق هنرى ج. سيزنيروس ***Henry G. Cisneros***، وزير الإسكان والتنمية الحضرية فى إدارة كلينتون، الإستراتيجية الوطنية لملكية المساكن، والتى

كانت تهدف بصفة خاصة لزيادة معدلات ملكية المساكن بين جماعات الأقلية.
وعلى امتداد سنوات التسعينيات ضغط سيزنيروس ورسميون آخرون على البنوك ومقرضى الرهون للتوسع فى إقراضهم فى المناطق الفقيرة والمناطق التى تسكنها الأقليــات، علـــى أن يتم ذلك جزئيًا من خلال التنفيذ النشط للقانون الصادر فى عام ١٩٧٧ بشأن إعادة الاستثمار فى المجتمعات ***Community Reinvestment Act*** والذى أعطى تعليمات للاحتياطى الفيدرالى والمشرعين لإلزام البنوك "للمساعدة فى مواجهة الاحتياجات الائتمانية للمجتمعات المحلية التى رخصت لها بالعمل فيها". (تسببت البنوك فى إثارة المتاعب لنفسها إلى حد كبير "عن طريق وضع خط أحمر" حول مجاورات بأكملها ورفض الإقراض فى هذه المناطق) وحققت سياسة الاعتماد على البنوك بعض النجاح فيما بين عامى ١٩٩٠ و٢٠٠٠. وارتفعت النسبة المئوية الشاملة للعائلات التى تملكت مساكنها من ٦٤,٢% إلى ٦٦,٢%، وكانت الزيادة ملحوظة بشكل خاص بين الأفرو أمريكان، وذوى الأصول الأسبانية.

وعندمـــا تولى الرئيس جورج دبليو بوش ***George W. Bush*** منصبه فى عام ٢٠٠١، قام بتنفيذ أجندة إدارة الرئيس كلينتون، وترويج "مجتمع الملكية". وفى عام ٢٠٠٢، قام باستدعاء مقرضى الرهون للمساعدة فى خلق ٥,٥ مليون مالك إضافى للمساكن من بين الأقليات بنهاية هذا العقد. وبعد سنة، قام بتوقيع قانون الدفعة المقدمة للحلم الأمريكى، الذى كان يقدم مبلغًا يصل إلى ١٠,٠٠٠ دولار للعائلات ذات الدخل المنخفض التى كانت تناضل لدفع المبلغ المقدم للحصول على مسكن جديد. وفى أوائل عام ٢٠٠٤ بلغ معدل ملكية المسكن حدًا أعلى لم يبلغه قبل ذلك وهو نسبة ٦٩%، واقتـــرب معـــدل ملكية الأقليات للمساكن لأول مرة من ٥٠%. وبعد ذلك فى السنة نفسها، جعل بوش من ملكية المسكن أحد البنود

الأساسية الكبرى لحملته الانتخابية. وقال فى أكتوبر ٢٠٠٤ "إن أمريكا تصبح دولة أكثر قوة فى كل حالة منفردة تنتقل فيها عائلة إلى مسكن"[١].

كانت إدارتا كلينتون وبوش معًا قد ضغطتا على فانى ماى ***Fannie Mae*** وفريدى ماك ***Freddie Mac***، وهما عملاقا الرهون اللذان ترعاهما الحكومة، كى تزيدا من تمويلهما لقروض المساكن إلى الطبقة الوسطى ومقرضى ذوى الدخول المنخفضة. وكلتا المنشأتين لا تصدر رهونًا مباشرة. وهما تقومان بشراء قروض المساكن من البنوك والمقرضين الآخرين، والتى تحتفظ ببعضها فى دفاترها، وبعض منها تقوم بتحويلها إلى سندات معززة بالرهون، التى يبيعونها إلى المستثمرين. وبحلول عام ٢٠٠٨ كانت شركتا فانى وفريدى تمتلكان معًا ما قيمته ١,٥ تريليون من قروض المساكن وسندات معززة بالرهون، وقامتا بإصدار ضمانات للرهون تبلغ قيمتها نحو ٣,٥ تريليون دولار أخرى. وعلى الرغم من أن نواحى النشاط هذه كانت مقصورة على الطبقتين الدنيا والمتوسطة فى سوق العقارات، فإن مجرد الحجم قد ساعد على تأييد الصناعة بأسرها. إن مجرد الوجود الفعلى لشركتى فانى ***Fannie*** وفريدى ***Freddie*** قد جعل سوق سندات الرهون شديد السيولة، وأدى إلى تحرير الأموال لمنشئى الرهون كى يقدموا قروضًا جديدة. وساعد ذلك على استمرار انخفاض أسعار الرهون (كما أن المنشآت قامت أيضًا بزيادة ثراء كبار التنفيذيين بها، ولكن هذه قصة أخرى).

كانت الابتكارات المالية العنصر الثانى المكمل لفقاعات المضاربة، وكانت لها أشكال كثيرة. وفى أثناء التسعينيات من القرن الماضى، أدى تطور التداول الإلكترونى ***on – line trading*** إلى أن تصبح عمليات شراء وبيع الأسهم أقل كثيرًا من ناحية تكلفتها، كما أن تصاعد أعداد المواقع الإلكترونية ***websites*** وغرف

---

(1) Zachary Karabell, "End of the 'Ownership Society'", Newsweek, October 11, 2008

التحادث ***Chat rooms*** المخصصة للاستثمار ساعد على خلق ثقافة مساعدة مؤيدة لمضاربات سوق الأوراق المالية. وحديثًا، فإن النمو السريع لصناديق التحوط وغيرها من الصناديق الاستثمارية المخصصة لقطاع الطاقة قد أسهمت فى تصاعد المضاربة فى سوق البترول.

وعلى مرّ عدة عقود، كانت عمليات شراء وبيع المساكن بسيطة نسبيًا، تتكون من سماسرة العقارات، وبنوك الادخار والإقراض، والبنوك، ومشترى المساكن، وفى أثناء التسعينيات، أصبح تمويل المساكن أكثر تعقيدًا، كما أصبح أكثر تنافسية، وانتشرت أنواع جديدة من الرهون، كما دخل إلى الصناعة كثير من رجال الصناعة الجدد، ومع تنامى الفقاعة، تسارعت خطا الابتكار. وبدأت البنوك وشركات الرهون تقدم، بالإضافة إلى الرهون المعتادة ذات أسعار الفائدة الثابتة، وذات أسعار الفائدة القابلة للتعديل ***ARM'S*** وقروض الفائدة فقط[*] ***Interest only Loans*** وقروض الدخل المعلن "قروض الكاذبين". ***Stated – income – loans (liar loans)*** [**]، وخيار أسعار الفائدة القابلة للتعديل ***ARMs***. وقد تنوعت هذه الرهون العجيبة بعدة طرق، ولكنها تقاسمت سمة مشتركة فيما بينها: وهى أنه إذا أخذنا إحداها، نجد أن المشترى يمكنه أن يشترى عقارًا مفرط الثمن بأكثر مما يمكنه (يمكنها) تحمله على أساس القرض الأكثر تقليدية.

(*) هذا النوع من القروض لا يعنى أنك لن تدفع أصل القرض. ولكن هذا البرنامج من قروض الرهن به خيار يعرف بخيار دفع الفائدة فقط لمدة ٥ سنوات بسعر فائدة ثابت ومع بداية السنة السادسة (القسط ٦١) يتم إهلاك الرصيد غير المدفوع على باقى المدة المتعاقد عليها مع المدين (المترجم).

(**) قروض الدخل المعلن (قرض الكاذبين): وهى القروض التى تستخدم الدخل المعلن من جانب المقترض على طلب القرض. وقروض الدخل المعلن تستهدف الأعداد الكبيرة من مشترى المساكن الاحتماليين الذين ليس لديهم دخل لتحمل الرهن ولديهم ائتمان مقبول، ولكنهم لا يستوفون شروط المعايير التقليدية للضمان والمعروفة باسم ***full-doc*** أو التوثيق الكامل (المترجم).

وقروض الفائدة فقط ***Interest-only Loans*** تعتبر مثالاً لما أطلق عليه مينسكى تمويل المضاربة ***Speculative Finance***. كما أن مشترى العقارات ذات الملكيات المشتركة ***Condo Flippers*** وغيرهم من مشترى المساكن والذين ليس لديهم مصلحة فى الاحتفاظ بملكية العقارات التى اشتروها لفترات طويلة والتى وجدوها ذات جاذبية خاصة. ولفترة مبدئية – غالبًا ما تكون لمدة خمس سنوات – لا يطلب فيها من المقترض أن يقوم بدفع مبلغ مقدم من الأصل، وهو ما كان يعنى انخفاضًا كبيرًا فى الأقساط الشهرية. وفى شهر مايو ٢٠٠٥، كان القسط الشهرى لمنزل قيمته ٥٠٠,٠٠٠ دولار ممول بطريقة قروض الفائدة فقط نحو ٢١٠٠ دولار مقارنًا بقسط شهرى بمبلغ ٣٠٠٠ دولار تقريبًا قيمة القسط الشهرى للقرض الذى يستهلك بأكمله، على ٣٠ سنة بسعر فائدة ثابت. وطبقًا لما نشرته لون برفورمانس ***Loan Performance***، وهى منشأة لبحوث صناعة الرهون، فإن حصة المقترضين الأصليين لقروض الفائدة فقط ***Interest-only*** ارتفعت من صفر فى عام ٢٠٠٣ إلى نحو ٢٠% فى النصف الثانى من عام ٢٠٠٥[١]. وفى بعض أسواق الفقاعات، أصبح تأجيل أقساط الأصل هى القاعدة الجديدة. وأظهر البحث الذى تم تنفيذه لجريدة سان فرانسيسكو[٢] فى الشهرين الأولين من عام ٢٠٠٥، أن حصة قروض الفائدة فقط ***Interest-only*** بلغت ما يناهز ٧٠% من الرهون الأصلية التى تمت فى إقليمى مارين ***Marin***، سان فرانسيسكو، وسان ماتيو.

وقد تم تسجيل كثير من الرهون ذات الفائدة فقط على أنها قروض الدخل المعلن. وفى المراحل الأولى للازدهار العقارى، كان معظم طالبى الرهون ما يزالون

---

(١) انظر *"The State of the Nation's Housing 2006", Joint Center for Housing Studies, Harvard Univeristy 17*
يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
http://www.jchs.harvard.edu/publications/markets/son2006/index.htm

(2) Kelly Zito, "High Interest in Interest-only Home Loans," San Fransisco Chronicle, May 20, 2005

مطالبين بإثبات دخولهم من خلال تقديم استمارات ***W-2*** أو إيصالات إقرارات الضرائب عن السنتين أو الثلاث السابقة – أما بالنسبة لأولئك الذين كانوا يريدون شراء مسكن ولكن لم تكن لديهم القدرة على تحمل قرض كبير بقدرٍ كافٍ، وهذا ما مثّل بعض المشكلة، والتى كانت غير قابلة للحل. بدأ كثير من البنوك، بدلاً من التحقق من دخول المقترضين، فى الاعتماد بكثافة على تصنيفهم الائتمانى. وفى مقياس ***Fico*** للتصنيف الائتمانى، الذى وضعته شركة فير إيزاك ***Fair Isaac Corporation***، تتراوح درجات الائتمان من ٣٠٠ (تقدير سيئ) إلى ٨٥٠ (تقدير ممتاز) (ويبلغ تصنيف الشخص العادى نحو ٧٢٥). وطالما تمكن طالب القرض من إبداء تصنيف ائتمانى – كانت ٦٢٠ تمثل الحد المعتاد للصلاحية – وكان كثير من المقرضين يعتبرون طالب القرض لديه الأهلية للحصول على قرض "على أساس دخل معلن وأصول مثبتة" أو قرض "على أساس دخل معلن وأصول معلنة". ففى الحالة الأولى، تقوم المؤسسة المقرضة بمراجعة ما إذا كان الشخص قد بالغ فى تقدير صافى ثروته، ولكنها لا تقوم بمراجعة دخله؛ وفى الحالة الثانية لا يحاول المقرض التحقق من دخل الطالب وما لديه من أصول.

لقد كانت القروض القائمة على أساس الدخل المعلن تستهدف أصلاً أولئك الذين لا يعملون لدى الغير بل يعملون لمصلحتهم وللآخرين الذين يجدون مصاعب فى التحقق من دخول طالبى القروض. وتوحى بعض التقديرات بأن أكثر من ثلث جميع الرهون التى أصدرت فى تلك السنوات كان من قروض الدخل المعلن – وأن الرقم الخاص بالدخل كان أعلى كثيرًا عنه فى ولايات مثل أريزونا وكاليفورنيا وفلوريدا. وكان النطاق الكامل للخداع المصاحب لتلك المنتجات ما يزال لم يظهر بعد بشكله الكامل، ولكنها مع ذلك اكتسبت بدون شك كنيتها "قروض الكذابين ***Liar Loans***" وفى عام ٢٠٠٦، قامت منظمة تدعى "معهد بحوث رهون الأصول ***Mortgage Asset Research Institute***" بفحص مائة من قروض الدخل المعلن

ومقارنتها بسجلات إدارة الضرائب (*IRS*) ووجدت فيما يناهز ٦٠% من الحالات، أن المقترضين قد بالغوا فى دخولهم بنسبة تزيد على ٥٠%[١].

إن الكذب المتعمد على المقرض بشأن الدخل يمثل جريمة فيدرالية. وفى هذه الحالة، على الرغم من ذلك، كان الضحية المفترض غالبًا شريكًا فى المؤامرة. إن الموظفين القائمين بتقديم القروض فى البنوك وشركات الرهون كانوا يحصلون على دخولهم عن طريق العمولات. وفى كثير من تلك المنشآت، تمت ميكنة عملية طلب القروض. وطالما تم إدخال الأرقام الصحيحة فى الحاسب الآلى، وفى برامج الضمان التى يتم توريدها من طرف ثالث مقرض، تتم الموافقة على القرض. "إن موظفى البنوك – أى الضامنين والقائمين بعمليات البنوك – يعيدون الطلبات إلى سماسرة الرهون مع تعليمات بأن يعيدوا إرسال الطلب مع دخل معلن أعلى"[٢] هذا ما قاله ستيفن كريستوفياك ***Steven Krystofiak***، رئيس منظمة تدعى جمعية سماسرة الرهون للإقراض المسئول ***Mortgage Brokers Association for Responsible Lending*** إلى لجنة استماع من الاحتياطى الفيدرالى فى عام ٢٠٠٦. "إن النظم تسمح لسماسرة الرهون أن يلعبوا، بالدخول المختلفة أكثر من ثلاثين مرة حتى يحصلوا على النتائج التى يرغبون فيها".

أما خيار أسعار الفائدة القابلة للتعديل ***ARM'S*** الذى كان غالبًا ما يتم تسويقه تحت شعار "اختر قروضًا بقسط واحد ***Pick – a – payments loans***" فقد كان ببساطة وإلى حد كبير يماثل تمويـل بونـزى ***Ponzi finance***، ففى السنة الأولى أو أكثر، يمكن للمقترضين أن يختاروا من عدة تنويعات مختلفة من الأقساط

---

(1) *Mark Sharick, et al., "Eighth Periodic Mortgage Fraud Case Report to Mortgage Bankers Association," Mortgage Asset Research Institute, Inc., April 2006*
يمكن الحصول عليه من خلال الرابط: *www.marisolutions.com/pdfs/mba/MBA8th-CaseRpt.pdf*

(٢) شهادة ستيفين كريستوفياك المكتوبة للاحتياطى الفيدرالى، أغسطس ٢٠٠٦. *Steven Krystofiak, written testimony to the Federal Reserve, August 2006*

الشهرية، مجموعة واحدة على الأقل عند مستوى لا يغطى حتى الفائدة المستحقة على القرض. وإذا ما اختارت مشترية المسكن هذا الخيار للتقسيط، كما فعل كثيرون، فإن الفائدة التى لم تدفعها تضاف إلى الأصل، مما يعنى أن المبلغ المستحق عليها يزداد شهريًا.

وحتى الآن فإن من الصعب الحصول على بيانات مضبوطة عن عدد خيارات سعر الفائدة القابلة للتعديل ***ARM's*** التى تم اختيارها، ولكنه كان عددًا ضخمًا. وطبقًا لتقديرات إحدى الصناعات، فإنه فى أثناء الشهور الخمسة الأولى من عام ٢٠٠٦، فإن واحدًا من كل ثمانية قروض للمساكن التى أصدرت فى جميع أنحاء البلاد كان خيار سعر الفائدة القابل للتعديل(١). وفى منطقة الخليج ***Bay Area*** طبقًا لما قالته كاثلين بندر ***Kathleen Pender***، فإن ٢٩% من الرهون التى أصدرت فى عام ٢٠٠٥ كانت من خيار سعر الفائدة القابل للتعديل(٢).

كان الدافع الأول لهذا التدهور فى المعايير الائتمانية هو انتعاش سوق تسنيد الرهون ***mortgage Securitization***. وبدأت قروض السندات الإذنية ***Io Loans***، والقروض ذات خيار سعر الفائدة القابل للتعديل ***Option ARMs***، وغير ذلك من الرهون "الغريبة" كمنتجات هدابية ***Fringe products*** تقدمها الشركات البازغة مثل شركة "القرن الجديد ***New Century*** وشركة أمريكويست ***Ameriquest***". ولكن منشآت وول ستريت سرعان ما أمسكت بهذه المنتجات لخلق أنواع جديدة من سندات الرهون والتى عرفت بـــ "سندات آلت إيه ***Alt-A bonds***"، والتى كانت تعززها رهون تتراوح بين "الممتازة والأدنى ***Prime & subprime***" وفيما بين

---

(١) انظر ***"Nightmare Mortgages," BusinessWeek, September 11, 2006***

(2) ***Kathleen Pender, "Mortgage Options Explode," San Francisco Chronicle, April 13, 2006***

عامى ٢٠٠١ و ٢٠٠٦ ارتفعت رهون *Alt-A* التى تمَ إنشاؤها من ٦٠ مليار دولار إلى ٤٠٠ مليار دولار وهى زيادة بنسبة تزيد على ٥٥٠%[١].

إن القدرة على تحويل القروض الجديدة المصدرة على أساس الدخل المعلن وخيار سعر الفائدة القابل للتعديل إلى منشآت وول ستريت وغالبًا فى خلال أيام من تاريخ إنشائها، وفَّر للبنوك وغيرها من مقرضى الرهون شكلاً من أشكال التأمين. وطالما كان هناك طلب كافٍ على سندات رهون *Alt-A* فإن المقرضين لا ينتابهم القلق بشأن التكاليف الحقيقية لإجراءاتها؛ لأنها لن تكون هى من سيتحمل هذه التكاليف، وإذا حدث أن زادت حالات التعثر على التوقعات، فإن المستثمرين الذين اشتروا سندات الرهون هم الذين سيعانون من الخسائر. وكانت هذه حالة من حالات الخطر الأدبى التى تؤثر على الأسواق. وبدلاً من تشجيع المقرضين على تخصيص رأس المال بحكمة، كان السوق يرسل إشارات أدت إلى تشويه سلوكياتهم. فإذا كان مقرضو الرهون قد أجبروا على الاحتفاظ ببعض القروض التى أنشئوها فى دفاترهم، فإنهم بذلك يكونون أكثر حرصًا، ولكن لم يكن هناك مثل هذا الشرط. ومثل أى شخص يقضى إجازته، ويقود إحدى السيارات المؤجرة المؤمن عليها تأمينًا كاملاً، فإن مقرضى الرهون يمكنهم أن يتهوروا كما يشاءون.

ومن المفهوم بما يكفى، تدفق العملاء للحصول على القروض التى كانت تتضمن شروطًا أقل قيودًا بالنسبة لمتطلبات الدخل إلى جانب انخفاض الأقساط الشهرية – وقد أدى هذا إلى نشوء معضلة هى فعلاً معضلة السجين بالنسبة لمعترضين راسخين مثل تشيز هوم فينانس ***Chase Home Finance*** – وكنترى وايد ***Country wide***، وواشنطن ميتيوال ***Washington Mutual***. وبصورة منفردة،

---

(١) انظر *Ronald Temple, "Clarifying the U.S. Mortgage Crisis: Context and Consequences," Lazard Asset Management.* يمكن الحصول عليه من خلال الرابط:
http://www.lazardnet.com/lam/us/tpd/pdfs/Inv_Research_Mortgage_Crisis.pdf

كان كبار المديرين لهذه المنشآت يفضلون الإبقاء على الطرق القديمة للقروض التقليدية، والتى كانت أكثر أمانًا، ولها سجل طويل يمكِّن من متابعتها. ولكن فى هذا الجو الهائج لحدوث فقاعة، فإن الشركات التى استمرت تتبع الطرق القديمة فقدت حصتها فى السوق، وكانت أسعار أسهمها تعانى من الهبوط، كما كانت الانتقادات توجه إلى كبار المديرين. وبلغة نظرية اللعب، فإن مسايرة الجموع هى الإستراتيجية التى كانت مسيطرة. وهذا هو الشىء اللا منطقى الرشيد الذى يجب عمله.

ولعل تجربة أنجيلو موزيلو ***Angelo Mozilo***، رئيس مجلس الإدارة، والتنفيذى الرئيسى لشركة كنترى وايد، التى كانت أكبر الشركات المنشئة للرهون فى البلاد، هى خير تصوير لذلك. فمنذ تأسيس الشركة فى عام ١٩٦٩، قدمت الشركة نفسها كمصدر محافظ للقروض الممتازة، ولكنها اتبعت أيضًا "إستراتيجية ملائمة ***Matching Strategy***" ألزمتها بأن تقدم لعملائها أية مزايا يقدمها منافسوها إلى عملائهم. وعندما قامت الشركات المنافسة بإلغاء بعض النقاط من منتج معين، فعلت كنترى وايد نفس الشىء.

وإذا ما تم النظر إلى ذلك من ناحية معضلة السجين، فإن شركة كنترى وايد كانت تمارس لعبة "واحد مقابل واحد" ضد منافسيها. وبالنسبة لمنشأة عقدت العزم على أن تصبح القائدة فى قروض المساكن بالبلاد، كانت هذه إستراتيجية منطقية، ولكن فيما بين عامى ٢٠٠٤ و ٢٠٠٧ أدت بشركة كنترى وايد إلى إصدار عدد هائل من الرهون غير التقليدية، بما فى ذلك كثير من قروض الفائدة فقط، وخيارات سعر الفائدة القابل للتعديل. وخلف الكواليس، أصاب القلق موزيلو ***Mozilo***، خشية أن تجد المنشأة صعوبات فى بيع بعض من خياراتها الخاصة بالفائدة القابلة للتعديل ***ARM's*** إلى منشآت وول ستريت بهدف التسنيد

securitization. "ليست لدينا طريقة، ذات قدر معين من اليقين، لتقدير المخاطر الحقيقية الناشئة عن الاحتفاظ بهذه القروض على ميزانيتنا"[١]. وقد قال محذرًا فى رسالة إلكترونية داخلية أرسلت فى ٢٥ سبتمبر ٢٠٠٦ وفى نفس اليوم فى رسالة أخرى، قال موزيلو إن شركة كنترى وايد ينبغى أن تتحرك بسرعة لبيع قروضها ذات خيار سعر الفائدة القابل للتعديل ***ARM's*** ملاحظًا "أن سداد الخيارات حاليًا يُساء تسعيره فى السوق الثانوية".

وقد كان يمكن أن يأمر موزيلو اتباعه بألا يصدروا قروضًا جديدة ذات خيار الفائدة القابل للتعديل، ولكنه لم يفعل. ويبدو أنه كان مترددًا فى عمل أى شىء كان يمكن أن يؤدى إلى هبوط قصير الأجل فى أرباح شركة كنترى وايد أو فى أسعار أسهمها: ففيما بين عامى ٢٠٠٥ و ٢٠٠٧ حصد نحو ١٤٠ مليون دولار من الأرباح نتيجة ممارسة عمليات الخيارات وبيع الأسهم، وبشكل علنى.

التزم موزيلو بالخط الذى كان يقول إن كنترى وايد شركة مسئولة عن قروضها، وهو ما كان حقيقة واقعة، بالنسبة لبعض منافسيها. ولكن عندما بدأت أزمة القروض الدنيا ***subprime crisis***، وتجمد سوق الرهون، كانت حيازات المنشأة من قروض المساكن المشكوك فيها، تكاد كلها تكون فى انتظار تحويلها إلى سندات، مما أدى إلى أن تصبح الشركة على شفا الانهيار. وقد تحولت مخاوف موزيلو إلى حقائق تقوم على أسس صادقة، ولكنه عندما وقع فى الفخ كان ذلك فى إطار اللا منطقية الرشيدة، ولم يفعل شيئًا حيالها.

أما العامل الثالث الموجود دائمًا فى فقاعات المضاربة فهو السلوك النفسى للجماعات. وابتداء من جنون التيوليب ***Tulipmania*** إلى فلوريدا فى عشرينيات

---

(١) مقتطفات من رسائل أنجيلو موزيلو. يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-129-email.htm

القرن العشرين، إلى جنون دوت. كوم *dot-commania*، وزيادة الثقة، وقصر النظر المدمر، وسلوك المحاكاة *Copycat behavior*، ربما كانت كلها الخصائص المحددة لما تمخضت عنه الأزمة، فكل من هذه الأشياء كان شاهدًا ودليلاً قويًا فى خلال المراحل الأخيرة لفورة ازدهار المساكن، عندما بزغ توافق ملحوظ بأن أسعار المساكن الأمريكية لا يمكن أن تتحرك إلا فى اتجاه واحد؛ وهو الصعود.

وغالبًا ما يكون من الصعب العثور على دليل مباشر لما يفكر فيه الناس، ولكن فى عام ٢٠٠٥ قام بوب شيللر **Bob Shiller** وكارل كيس **Karl Case** من كلية ويلسلى بعمل مسح لمن يقومون بشراء المساكن فى سان فرانسيسكو، وسألوهم عن آرائهم فى كيفية تحرك الأسعار فى السنوات العشر التالية. فكان متوسط الزيادة المتوقعة هو ١٤% سنويًا، والذى يمكن ترجمته فى خلال عقد من الزمان إلى مضاعفة أخرى فى قيم المساكن التى كانت فى مستوى مرتفع جدًا بالفعل[١]. (فى وقت إجراء المسح، كان متوسط أسعار بيع المساكن فى سان فرانسيسكو نحو ٧٥٠,٠٠٠). وكان هذا هو الرأى المتوسط "فقد أجاب نحو ثلث المستجيبين بذكر توقعات شديدة الإفراط – عادة ما كانت بنسبة ٥٠% سنويًا". وفقًا لما ذكره شيللر فى كتابه الصادر عام ٢٠٠٨، بعنوان *The Subprime Solution*.

ويبدو أن هذه كانت حالة كلاسيكية لدى الأشخاص من ناحية افتراض أن الاتجاهات الأخيرة عادية وأن التوقعات ستمتد منها إلى الأمام: التمثيل المساعد للتوجه *The representatives heuristic*. وفيما بين يناير ١٩٩٥ ويناير ٢٠٠٥ ارتفعت أسعار المساكن فى سان فرانسيسكو بنحو ١٨٠% طبقًا لمؤشرات ستاندارد آند بورز كيس – شيللر *S&P Case Shiller indices* وأحيانًا يكون من

---

(1) Robert Shiller, The Subprime Solution (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2008), 45

المعقول توقع أن يتشابه المستقبل مع الماضى. وفى هذه الحالة، على الرغم من ذلك، أخفق المشترون فى التفكير من خلال العواقب الكاملة لتنبؤاتهم. وعلى أساس ارتفاع سنوى بنسبة ١٤%، كانت الزيادة المتوسطة المتوقعة فى الأسعار هى أنه بحلول عام ٢٠٢٥ يكون متوسط سعر البيع هو ٣ مليون دولار. بل إنه بالنسبة لمدينة تقع بعد عاصمة التكنولوجيا للعالم كان السعر يبدو شديد الارتفاع.

ويبدو أن المقيمين فى منطقة الخليج ***Bay Area***، وكثيرًا من الأمريكيين الآخرين، قد نسوا تجربة أوائل التسعينيات من القرن الماضى، عندما هبطت أسعار العقارات لعدة سنوات فى بعض المناطق التى شهدت قبل ذلك قفزات فى الأسعار. وفيما بين أبريل ١٩٩٠ وأبريل ١٩٩٦ هبط سعر المسكن فى سان فرانسيسكو بنسبة ١١%. وهذا الرقم لا يدخل فيه حساب التضخم الذى يؤدى إلى تآكل قيمة الأشياء. ولو كان التضخم قد أخذ فى الحسبان، لرأينا أن قيمة مساكن منطقة الخليج ***Bay Area*** قد هبطت بنحو الثلث فى أثناء فترة السنوات الست، وهو ما يعد انخفاضًا كبيرًا.

إن إحدى خصائص الفقاعات هى أنها تمحو التاريخ السابق من عقول المشاركين – ومن هنا جاء مصطلح "قصر النظر المدمِّر". وقد عقد شيللر مقارنة بين انتشار التفكير المتفائل وتقدم أحد الأمراض الفيروسية المعدية، ومن المؤكد أنه فى سبيله للحصول على نتيجة ما. وفى شهر مايو ٢٠٠٥ نشرت مجلة فورتشين قصة غلاف بعنوان "الاندفاع نحو ذهب العقارات"، والتى فصَّلت التزايد المستمر فى التزاحم فى عالم الاستثمار العقارى، ما بين التداول السريع للمساكن ***condo flipping***، والشراء على أساس التخمين ***Buying-on-spec***. وكان أحد الأمريكيين العاديين الذى ظهر على غلاف المجلة هو زاريه تاهماصبيان ***Zareh Tahmassebian*** وهو شخص خليع يبلغ عمره إحدى وعشرين سنة، من مدينة لاس

فيجاس، كان يملك أو يملك جزئيًا أكثر من اثنى عشر مسكنًا فى، وحول، فينكس **Phoenix**. كان تاهماصبيان، ابنًا لمهاجرين أرمنيين، وقام باصطحاب الصحفى الذى كتب القصة إلى منطقة جديدة للإسكان بالقرب من تيمب، أريزونا **Tempe, Arizona**، حيث كان يمتلك عدة مساكن شبه مبنية. "إن هذه الأخشاب صنعت لى مالاً"[1]. هكذا قال تاهماصبيان مشيرًا إلى إطار لمنزل غير كامل. "أنا لا أملك المنزل – ولكنى أملك الحقوق. لقد دفعت مبلغًا مقدمًا يعادل ١٠%. ولم أقم بعمل تقسيط الرهن حتى الآن، وقد ارتفع سعره الآن بمبلغ ٤٥,٠٠٠ دولار. يا لها من بلاد!".

هذه العبارة الموجزة كان يمكن أن تأتى من ديترويت فى عام ١٨٣٥، أو من لوس أنجلوس فى عام ١٨٨٥، أو من ميامى فى عام ١٩٢٥. وعند قمة كل فقاعة، يجرى تداول قصص الناس العاديين الذين أصبحوا أغنياء على نطاق واسع، مما يعمل على إثارة ضغوط نفسية ضخمة على الآخرين كى يلحقوا بالقطيع. ومثل المشاركين فى التجارب البصرية لسولمون آش **Solomon Asch's visual experiments** فى خمسينيات القرن الماضى، فإن كثيرًا من الناس الذين لا يشاركون فى الرأى التوافقى للسوق يبدؤون فى الشعور بأنهم مهملون. وفى النهاية يبلغ الأمر المرحلة التى يبدو فيها أن المجانين الحقيقيين هم أولئك الذين ليسوا فى السوق – وهى نقطة غالبًا ما تخفى على الاقتصاديين الذين يدّعون أن الغباء وعدم الرشد يكمنان فى قلب الفقاعة.

وبعد الإفلاس، قد يبدو أحيانًا كما لو كان المستثمرون الذين فقدوا أموالهم يجب أن يكونوا عالمين بأنهم كانوا يتصرفون بتهور وكانوا يهدفون لإثارة الاضطراب. وفى أثناء الفقاعة، رغم ذلك، لا تكون الأخطار واضحة على

---

(1) Grainger David, "Riding the Boom," Fortune, June 27, 2005, 58

الإطلاق. وفيما بين عامى ٢٠٠٢ و ٢٠٠٦، كان تمويل العقارات رخيصًا ومتاحًا على الفور، وكان معظم خبراء العقارات يستبعدون إمكانية الانخفاض المفاجئ للسوق. وقال فرانك نوثافت ***Frank Nothaft***، الاقتصادى الرئيسى فى شركة فريدى ماك ***Freddie Mac*** لمجلة نيوزويك فى شهر يونيه ٢٠٠٥، "إننى لا أتوقع أى هبوط قوى فى قيم وأسعار المساكن. ولم يظهر تحليل فريدى ماك لمساكن العائلة الواحدة فى خلال نصف القرن الماضى أى سنة واحدة هبط فيها متوسط أسعار المساكن"[١] (وكان هذا هو نفسه ***Nothaft*** الذى أدلى فى عام ٢٠٠٢ ببيانات مماثلة إلىّ) وفى أواخر عام ٢٠٠٦، كان المركز المحترم لجامعة هارفارد والذى يفترض أن يكون المركز المستقل المشترك للإسكان، يؤكد للناس أن سرعة الهجرة والنمو السكانى سيستمر هو الأساس للطلب على عقارات الإسكان. "إن ارتفاع أسعار المساكن ينبغى أن يظل موجبًا فى معظم الأسواق"[٢] واستمر قائلاً "إنه فى خلال الأجل الطويل، يبدو المستقبل المتوقع طيبًا". وفى هذه الظروف، وحتى فى معظم الأسواق شديدة السخونة، لا يبدو شراء العقارات أمرًا ذا خطورة شديدة بالنسبة لكثير من الناس العاديين. أما الأخطار الكبرى فيبدو أنها تركت خارج الأسواق. والسلوك المشترك بين المشترين لأول مرة، هو أننا إذا لم نشتر الآن، فإن الأسعار ستواصل ارتفاعها، ولن يكون فى إمكاننا تحملها.

وإذا ما تم تعريف الرشد أو الرشاد بالمعنى المتطرف لروبرت لوكاس ***Robert Lucas*** – على أن يكون فى عقلك نموذج رياضى سليم للاقتصاد بأسره وتعمل بموجبه فإن المشاركين فى فقاعة الإسكان لا يكونون رشداء. ولكن إذا كان الرشاد هو قيامك بأفضل حكم يمكنك اتخاذه على أساس معلومات محدودة، فيكون

---

(١) *"Housing Bubble-or Bunk?"* يمكن الحصول على المقال من خلال الرابط:
http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/jun2005/nf20050622_9404_db008.htm

(2) "The State of the Nation's Housing 2006," 9

معظم المشترين للمساكن قد تصرفوا بطريقة رشيدة. إن من السهل القول بأنهم ينبغى أن يكونوا قد عرفوا بشكل أفضل، ولكن كثيرين منهم كانوا قد وقعوا فى فخ شىء قريب من شلال معلومات. ولما كانت مساكن الضياع المتواضعة تباع بأكثر من مليون دولار للمسكن الواحد فى أجزاء من كاليفورنيا الشمالية، كما أن الغرفتين الضيقتين كانتا تباعان بمبلغ مماثل فى مانهاتن، وربما لم يكن هناك أيضًا شخص واحد فى البلاد لم يشكّ فى داخل قلبه، أن العقارات كانت أعلى من قيمتها: كانت هذه المعلومات هى "الإشارة الخاصة" لهم. ولكن الناس كان عليهم أن يأخذوا فى الحسبان هذه "الإشارة الخاصة" التى كان يرسلها السوق إليهم: وهى أن العقارات كانت تباع بهذه القيم كل يوم، وكانت الأسعار ما زالت تتصاعد كل يوم.

وفى هذه الظروف، لابد من شخص شجاع واثق من نفسه لتعزيز حكمه الشخصى ضد حكم السوق، والمعلومات التى يرسلها. وكما هو الحال فى قصة المطعمين المتنافسين اللذين يعملان بجوار بعضهما، فإن الأشخاص يتجهون إلى افتراض أن الأشخاص الآخرين يعملون أكثر منهم. وعندما يحدث هذا، فإن النتيجة الأكثر احتمالاً هى أن كل شخص سيتبع الإشارة العامة وسيفعل الشىء نفسه. وفى هذه الحالة فإن هذا يعنى شراء عقارات. ولن تنعكس فى الأسواق تلك المعلومات الخاصة بأن المساكن مقوَّمة بأكثر من قيمتها، وستظل الأسعار تتصاعد إلى أعلى – لفترة ما على أى حال.

بل إن أولئك المشترين المحنَّكين، بمن فيهم كثيرين من محترفى سرعة تداول المساكن الصغيرة ***condo flippers*** والمستثمرين علـــى أســـاس التخمين ***buy-on-spec*** كانوا لا يحسون سوى بخطر ضئيل يتمثل فى الوقوع فى هبوط مفاجئ. "إنها مخاطرة" قالت ديبى سميث ***Debbie Smith***، إحدى المضاربات على عقارات الأمهات والآباء ***mom-and-pop*** التى ظهرت فى مجلة "فورتشيون ***Fortune***".

"ولكننى أحس فعلاً أن مخاطرها أقل كثيرًا من ســوق الأوراق الماليــة، وحتــى لو حدث لها انهيار فإنها لا تفقد كامل قيمتها – مثل الأوراق المالية، حيث يمكن أن تنهار القيمة تمامًا حتى الصفر". وأضاف زاريه تاهماصبيان "إنك يمكن أن تحتفظ بالعقار حتى يستعيد قيمته". ومع النظر إلى الوراء، فإن مثل هذه التعليقات تبدو مجنونة وغير مسئولة. ففى الوقت الذى قيلت فيه، رغم ذلك – ربيع عام ٢٠٠٥ – لماذا كان ينبغى أن تفكر ديبى سميث وتاهماصبيان بطريقة مختلفة عن ذلك؟ ففى سبتمبر ٢٠٠٥ أصدر بنك الاحتياطى الفيدرالى لنيويورك فحصًا لسوق المساكن ألفه ثلاثة من الاقتصاديين المتخصصين فى العقارات هم تشارلز هيملبرج **Charles Himmelberg** من بنك الاحتياطى بنيويورك، وكريستوفر ماير **Christopher Mayer** من كولومبيا، وتود سيناى **Todd Sinai** من وارثون، ويقول "إن تحليلنا يكشف أدلة قليلة عن وجود فقاعة إسكان" "وفى الأسواق ذات الارتفاعات العالية مثل سان فرانسيسكو وبوسطون ونيويورك فإن أسعار المساكن ليست رخيصة، ولكن حساباتنا لا تكشف عن زيادات ضخمة فى الأسعار فيما يتجاوز الأساسيات"(١).

---

(1) *"Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals, and Misperceptions," Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 218, 2005*

الفصل التاسع عشر

سلسلة المخاطر المرتفعة

حتى السنوات الأولى فى التسعينيات، كانت ممارسة منح القروض للأشخاص ذوى التاريخ الائتمانى الضعيف، والأشخاص الذين لا تريد البنوك العادية أن تتعامل فى أى شىء معهم، تعرف مصطلح "الإقراض الصعب للنقود ***hard money lending***" أو الإقراض للتصنيف المتدنى ***B&C Lending***. وفى كثير من الأحياء الفقيرة والأحياء التى تسكنها الأقليات، يكون المصدر الرئيسى لهذا النوع من الائتمان هم المسترهنون [مقرضو المال مقابل رهن] ***Pawnbrokers*** الأفراد، الذين يطلبون إيداع شىء ذى قيمة لديهم كضمان للقرض، أو المرابون ***Loansharks*** ممن يعتمدون على التهديد بالعنف لضمان السداد. وكانت هناك أيضًا شركات أكثر تنظيمًا لإقراض المستهلكين، مثل شركة بنيفيشيال فاينانس ***Beneficial Finance***، وهى شركة تأسست فى مدينة إليزابيث، بولاية نيوجرسى فى عام ١٩١٤ والتى كان رجال البيع فيها يتنقلون، من منزل إلى منزل يقدمون القروض لشراء السلع التى تحتاج إليها العائلات، والتى يتم دفع قيمتها فى شكل أقساط ثابتة. وكانت معظم القروض التى أصدرتها بنيفيشيال ومنافسوها قروضًا صغيرة، وفى أوائل الستينيات كانت بضع مئات من الدولارات هى المبلغ المعتاد.

وبدأت الأشياء فى التغير عندما بدأ مقرضو المستهلكين فى إصدار رهن ثانٍ – ولم تكن الجملة "قرض ملكية مسكن ***home equity loan***" قد اخترعت بعد –

بالنسبة للأشخاص الذين لا يعطيهم المقرضون الأولون قروضًا أخرى. وقد وجدوا كثيرًا من ملاك المساكن الذين يرحبون بدفع فائدة تبلغ ٥% أو ٦% علاوة على المعدلات المعتادة للرهون للحصول على مبلغ إضافى يتراوح بين ١٠,٠٠ إلى ٢٠,٠٠٠. وبحلول عام ١٩٧٩، كانت بنيفيشيال قد أصدرت ٤ مليار دولار فى شكل رهون ثانية، وكانت تحقق أرباحًا بلغت ١٠٠ مليون دولار سنويًا.

كانت معظم البنوك ومؤسسات التوفير لا تتعامل فى الإقراض الصعب الذى كانوا يعتبرونه منخفض المرتبة (***dèclassè***). كما أن أسعار الفوائد الثقيلة التى كانت تفرضها شركات تمويل المستهلكين – والتى كانت تصل إلى ١٥% أو ٢٠% – والتكتيكات العدوانية التى كانت تتبعها مع المدينين المتأخرين، مثل توظيف "***repo men*** رجال الاسترداد"، أثار كثيرًا من الانتقادات التى اتهمتهم بالسلوك الوحشى. أو كما وصفهم أحد التنفيذيين السابقين فى شركة بنيفيشيال لاثنين من الصحفيين الماليين بول ميولو ***Paul Muolo*** وماتيو باديلا ***Mathew Padilla*** "لقد كانا كمرضى الجذام ونفاية الأرض، هكذا كانوا يروننا"[1].

وحتى لو كانت البنوك قد أرادت أن تقوم بالإقراض الصعب، فإنها لم تكن لتتمكن من القيام به. إذ أن قوانين الربا فى الدولة كانت قد وضعت حدودًا على أسعار الفائدة التى يسمح للبنوك بتقاضيها. إن مولد الصناعة الحديثة للديون عالية المخاطر ***Subprime industry*** يمكن أن يعود إلى عام ١٩٨٠ عند الموافقة على قانون تحرير مؤسسات الإيداع وقانون الرقابة النقدية ***Depository Institutions***

---

(1) *Paul Muolo and Matthew Padilla, Chain of Blame: How Wall Street Caused the Mortgage and Credit Crisis (Hoboken, N.J.: John Wiley and Sons, 2008)*

إن رصيدى المعرفى عن تاريخ الإقراض عالى المخاطر يعتمد بشكل كبير على هذا الكتاب الممتاز والذى قام بكتابته صحفيان حيث قدما الموضوع عن كثب أفضل من أى جهة أخرى. يعمل ميولو فى منصب رئيس التحرير لجريدة ***The Orange County Register*** ، بينما يعمل باديلا كصحفى فى جريدة ***National Mortgage New***.

الذى سمح للبنوك ومؤسسات التوفير ***Deregulation and Monetary Control Act,*** أن تتقاضى من المقترضين أى أسعار فائدة تريدها، كما أن قانون تعادل عمليات الرهن البديل لعام ١٩٨٢ خفف القيود المفروضة على المقرضين، بما يسمح لهم تقاضى أسعار فائدة متنوعة وطلب زيادة مبلغ السداد ***balloon payments*** عند استحقاق القرض. كما أن صناعة إقراض المساكن حصلت على دفعة قوية فى قانون الإصلاح الضريبى لعام ١٩٨٦، والذى ألغى خصم الضرائب عن الفوائد المستحقــة علــى قروض المستهلكين والسيارات ولكنه أبقى الخصم على مدفوعات الرهون.

على الرغم من هذه التشريعات ففى خلال الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضى كانت وما زالت معظم المنشآت التى أصدرت الرهون لأشخاص ذوى تواريخ ائتمانية ضعيفة، تميل إلى أن تظل شركات صغيرة لتمويل المستهلكين بدلاً من أن تصبح بنوكاً؛ مع أن بعضها مثل بنيفيشيال، وهاوس هولد فينانس ***Household Finance***، وأسوشيتس فيرست كابيتال أوف تكساس ***Associates First Capital of Texas,*** كانت موجودة منذ سنوات. وهناك مؤسسات مثل لونج بيتش مورتجيج ***Long Beach Mortgage***، وآمز كابيتال ***Aames Capital***، وكونتى مورتجيج ***Conti Mortgage*** وفيرست بلَس ***First Plus*** تم إنشاؤها حديثًا، وليس لدى هذه الشركات أى مودعين. وقام بعضها بتمويل عمليات إقراضها من خلال الاقتراض من البنوك، وغيرها من المؤسسات المالية، وقام بعضها الآخر بالاتصال ببعض الأفراد الأثرياء، مثل المحامين والأطباء من أجل الحصول على قروض. وفى أوائل التسعينيات، ظهر مصدر للتمويل أكثر جدارة بالثقة، وأكثر رخصًا، فى شكل "قروض لمخازن الاستيداع ***Warehouse loans***" من بنوك وول ستريت التى كانت تدخل لأول مرة أعمال الجمع بين الرهون عالية المخاطر ***Subprime mortgages*** وتحويلها إلى سندات معززة برهون المساكن ***residential mortgage-***

و التزامات الديون المضمونة *backed securities (RMBSs)* *Collateralized debt*
.obligations (CDOs)

وكان تسنيد *securitizing* الرهون الممتازة، الذى كان رواده هم لويس رانييرى وسالمون براذرز فى سبعينيات القرن الماضى، قد أصبح عملاً ضخمًا. وكان تجار وول ستريت يرقبون أى مجرى يتدفق عليه النقد حتى يعملوا على خلق سندات له، وقد قدمت الرهون ذات المخاطر العالية، التى عادة ما تعتبر كقروض مصدرة إلى المقترضين مع تصنيف أقل من ٦٤٠ وفقًا لتصنيف *FICO*، فرصة جذابة. وكانت أسعار الفائدة المرتفعة التى كانت تدفعها هذه القروض بعد ترجمتها ستصبح سندات مرتفعة العائد، والتى لا يمكن للمستثمرين مقاومتها.

كانت تلك هى النظرية، على أى حال، وعندما حاولت ذلك مؤسسات مثل برودنشيال سكيوريتيز *Prudential Securities*، وليمان براذرز *Lehman Brothers*، وبير ستيرنز *Bear Stearns* صادفت نجاحًا. وكانت بنوك الاستثمار تقرض الأموال بأسعار فائدة تتراوح بين ٦% و ٧% لشركات الرهون مثل كونتى مورتجيج ولونج بيتش مورتجيج، التى قامت بتحويل الأموال إلى مقترضى الديون عالية المخاطر، وتقاضت منها أسعار فائدة أعلى - بلغت ١٠%، أو حتى أعلى. وبمجرد توقيع اتفاقات القروض، قامت شركة الرهون ببيع القروض إلى إحدى منشآت وول ستريت، وغالبًا قامت المنشأة نفسها التى قدمت ائتمانًا لها فى المقام الأول، للتسنيد. وكما تنبأ تجار وول ستريت، ثبت أن صناديق التحوط ومستثمرين آخرين لديهم رغبة قوية فى شراء سندات الرهون عالية المخاطر، والتى تعرف باسم "بطاقة خاصة" للسندات المعززة بالرهون، ولتمييزهم عن "البطاقة العامة" للسندات المعززة بالرهون، التى تدعمها كل من فانى *Fannie* وفريدى *Freddie*.

ولمدة معينة، كان يبدو أن النموذج الجديد للإقراض عالى المخاطر المعزز بالتسنيد يعمل لمصلحة كل شخص ذى صلة. وهكذا فإن كثيرًا من العائلات الأمريكية التى تفتقد إلى السيولة والتى سبق للبنوك ومؤسسات التوفير أن رفضت التعامل معها حصلت على فرصة لشراء مسكن، بينما جنى سماسرة الرهون ومقرضو الرهون رسومًا وعمولات ضخمة؛ واكتشفت مؤسسات وول ستريت عملاً جديدًا يدر أموالاً، وحصل المستثمرون فى سوق السندات على عوائد أعلى. وفى عام ١٩٩٥، طبقًا لما أوردته المجلة التجارية ***Inside B&C Lending*** تم إصدار ما يساوى ٦٥ مليار دولار من القروض عالية المخاطر ***subprime loans*** فى الولايات المتحدة. وتم تحويل ما يساوى ١٨,٥ مليار دولار منها إلى سندات[١]. وبحلول عام ١٩٩٧ كانت إصدارات القروض عالية المخاطر قد تضاعفت تقريبا، وبلغت ١٢٤,٥ مليار دولار، تم تحويل ما يعادل ٦٦ مليار دولار منها إلى سندات.

وقد رحب صناع السياسات والاقتصاديون من كلا الجانبين بهذا التطور. ولعدة سنوات ظل السياسيون المحليون ونشطاء المجتمعات يطالبون بتقديم قروض أكثر فى المناطق الفقيرة التى تسكنها الأقليات، وللأشخاص ذوى السجلات الائتمانية المتفاوتة، وهو ما كان يفعله مقدمو القروض عالية المخاطر بالفعل. (طبقًا لدراسة أعدها بنك الاحتياطى الفيدرالى بنيويورك، كانت درجة المقترض العادى للقروض عالية المخاطر هى ٦٢٣ طبقًا لمقياس ***FICO***)[٢]. "كان الأمر الرئيسى هو أن الابتكارات فى سوق الرهون قد أدت فى خلال السنوات الثلاثين

---

(١) انظر *Souphala Chomsisengphet and Anthony Pennington-Cross, "The Evolution of the Subprime Mortgage Market," Federal Reserve Bank of St. Louis Review (January/February 2006): 37-38, tables 3 and 4*

(2) Adam B. Ashcraft and Til Schuermann, "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit," Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 318, March 2008, 15

الماضية إلى دخول المستبعدين إلى السوق: مثل الشبان، والأشخاص الذين يعانون من التمييز العنصرى، والأشخاص الذين ليست لديهم أموال فى البنوك تكفى لاستخدامها فى الدفعة المقدمة"(١) كان هذا ما قاله هارفى روزين ***Harvey Rosen*** الاقتصادى بجامعة برنستون، والذى عمل لفترة قصيرة فى أثناء إدارة بوش رئيسًا لمجلس المستشارين الاقتصاديين للبيت الابيض فى عام ٢٠٠٧. وقد كانت عبارة روزين ضمن مقالة كانت تدافع عن صناعة القروض عالية المخاطر كتبها أوستان جولسبى ***Austan Goolsbee***، الاقتصادى بجامعة شيكاغو، والذى يشغل منصبًا مرتفعًا فى إدارة أوباما، ونشرت فى جريدة نيويورك تايمز.

كان السبب فى ممانعة البنوك إقراض الفقراء وذوى الظروف المتدنية يرجع إلى أعمال جورج أكرلوف ***George Akerlof*** عن "السيارات المستعملة ***lemmons***" فى سوق السيارات القديمة. فعندما يريد مالك إحدى السيارات المستعملة أن يعرض سيارته للبيع، يذكر للمشترين المحتملين أنه ربما يكون هناك شىء ما ليس على ما يرام. وبالمثل، فإنه عندما يتقدم شخص بطلب لقرض ذى فائدة مرتفعة، فهو يرسل للمقرض إشارة بأنه فى حاجة ماسة للنقود وأنه لا يمكنه الحصول على قرض عادى، ربما بسبب مشاكل ائتمانية سابقة. وفى كلتا الحالتين، تختفى بعض المعلومات الرئيسية؛ وهى أن مشترى السيارة لا يعرف الحالة الحقيقية للسيارة، كما أن المقرض لا يعلم ما إذا كانت لدى طالب القرض القدرة أو الانتظام للسداد فى المواعيد. وقد تعاملت البنوك، تاريخيًا، مع هذه المشكلة بما يعرف لدى الاقتصاديين بـــ "الاختيار العكسى" (***adverse selection***)، من خلال وضع نظام للترشيد. وما لم يستوف المقترض الحد الأدنى للمعايير الائتمانية للبنك، لا يمكنه الحصول على قرض، وتكون هذه نهاية القصة.

---

(1) Austin Goolsbee, "'Irresponsible' Mortgages Have Opened Doors to Many of the Excluded," New York Times, March 29, 2007

كان مقدمو القروض عالية المخاطر أكثر مرونة. فكانوا يقدمون رهونًا محمّلة بكثير من أسعار الفائدة المختلفة وفقًا للسجل الائتمانى للشخص والمبلغ الذى يمكن أن يدفعه كمقدم. فكان طالب القرض ذو الترتيب الائتمانى ٦٠٠ وفقًا لتصنيف ***FICO*** ودفعة مقدمة بنسبة ١٠% مثلاً يفرض عليه سعر فائدة أعلى من شخص آخر ترتيبه ٦٣٠ وفقًا لتصنيف ***FICO***، وسيدفع ٢٠% دفعة مقدمة، ولكن طلبه للقرض لن يجرى رفضه. "وهكذا استفاد المقرضون من نماذج الترتيب الائتمانى ***credit scoring*** وغيرها من الأساليب الفنية لتقديم الائتمان بكفاءة إلى نطاق أكثر اتساعًا من العملاء"[١]، كان هذا ما قاله ألان جرينسبان فى أبريل ٢٠٠٥. "وقد أدى انتشار اتباع هذه النماذج إلى تخفيض تكاليف تقييم الأهلية الائتمانية للمقترضين، وفى الأسواق التنافسية كانت التخفيضات فى التكلفة تتجه نحو تخفيض الأعباء على المقترضين، وحيثما كان طالبو القروض الأكثر هامشية يواجهون ببساطة برفض طلباتهم، أصبح المقرضون الآن يمكنهم بكفاءة تقدير المخاطـــرة التى يمثلها المقتـــرضون الأفـــراد وتحـــديد سعر هذه المخاطرة بطريقة سليمة".

أما بالنسبة للاقتصاديين الذين كانوا يجارون تفكير جرينسبان، فإن النمو السريع للإقراض مرتفع المخاطر كان يبدو تمثيلاً لعمل اليد الخفية. ولأسباب تتعلق بالمصلحة الشخصية الخالصة، كان بعض الأشخاص ذوى المرتبات الأكثر ارتفاعًا فى البلاد - تجار وول ستريت، ومديرى صناديق التحوط، وغيرهم من المستثمرين المؤسسيين - يقدمون التمويل لملايين من الأمريكيين المناضلين فى

---

(١) تصريحات ألان جرينسبان. ***Alan Greenspan, remarks at the Federal Reserve System's Fourth Annual Community Affairs Research Conference, Washington D.C., April 8, 2005.*** يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050408/default.htm

حياتهم لشراء مسكن. وكثير، وربما معظم، هؤلاء الأثرياء لم تطأ أقدامهم أيًا من الأحياء التى انتهت إليها الأموال التى أقرضوها إلى مقرضى الرهون ذات المخاطر العالية والتى تم استثمارها فى سندات المخاطر العالية، ولكن هذا ليس بذى أهمية كبيرة. فمن خلال تشابكات السوق، تحول سعيهم الأنانى وراء الأرباح إلى نتائج اجتماعية مرغوبة، وتم تخصيص الموارد بكفاءة.

جاءت الضربة الأولى التى وجهت إلى هذا المنظر فى عامى ١٩٩٧ و١٩٩٨ عندما تبين أن مقترضى القروض عالية المخاطر كانوا يتعثرون فى السداد، ويعيدون التمويل بمستويات أكثر ارتفاعًا مما كانوا يتوقعون، تاركين مقرضيهم يعانون من خسائر ضخمة. أما المستثمرون الذين كانوا يشترون سندات الرهون ذات المخاطر العالية، فقد قاموا بتخفيض مشترياتهم. وفى خريف ١٩٩٨ عندما داهمت الكارثة المالية الروسية كثيرًا من الأسواق المالية، تبخر الطلب على سندات الرهون ذات المخاطر العالية، تاركًا كثيرًا من مقرضى الرهون بدون أى تمويل. وقامت ست من بين أكبر عشر منشآت، شملت كونتى مورتجيج ***Conti Mortgage*** وشركة أمريسكو ***amresco*** وفيرست بلس ***First Plus*** بطلب إعلان إفلاسها، أو أغلقت أبوابها، أو تم بيعها.

أما ما ينبغى أن يكون تحذيرًا للمؤسسة المالية فهو إخطار الإقراض عالى المخاطر الذى تحول إلى فرصة للدخول إلى ميدان الأعمال من الجانب الرخيص. وربما يكون كبار التنفيذيين فى أكبر البنوك الأمريكية ومؤسسات التوفير قد نظروا بشىء من الازدراء إلى مقدمى القروض ذات المخاطر العالية، ولكنهم كانوا يحسدونهم على سرعة نموهم. ففيما بين ١٩٩٨ و ٢٠٠٢ قامت سيتى جروب ***Citigroup*** بشراء أسوشيتد فيرست كابيتال ***Associated First Capital***، واشترت واشنطون ميونوال ***Washington Mutual*** شركة لونج بيتش للرهون ***Long Beach Mortgage***

وقامت فيرست يونيون ***First Union***، التى اندمجت فيما بعد مع فاتشوفيا ***Wachovia***، بشراء ذى مونى ستور ***the Money Store***، وقام جى بى مورجان تشيز ***JP Morgan Chase*** بشراء شركة أدفانتا ***Aduanta***، واشترى بنك ***HSBC*** شركة هاوس هولد فايننشيال ***Household Financial***. (قامت شركة أنجيلو موزيلو كنترى وايد ***Angelo Mozilo Country wide*** ببناء قسم القروض عالية المخاطر الخاص بها، والذى أصبح فى نهاية الأمر أكبر مُصدر للقروض عالية المخاطر على الإطلاق) ولم يعد الإقراض عالى المخاطر أمرًا موضع شك وغامضًا، فقد دخل إلى الاتجاه السائد. وفى عامى ٢٠٠١ و ٢٠٠٢ عندما خفض الاحتياطى الفيدرالى أسعار الفائدة، كان ذلك سببًا فى الانتعاش القوى لسوق سندات الرهون عالية المخاطر، التى كانت ما تزال تجنى حصادًا مرتفعًا، ودفع منشآت وول ستريت للسعى بحثًا عن مزيد من القروض لتسنيدها. وكان مقدمو القروض عالية المخاطر سعداء بمساعدتها. وفى عام ٢٠٠١ قفز إجمالى إصدارات القروض عالية المخاطر، بنسبة الربع إلى ١٧٣,٣ مليار دولار، طبقًا لما نشرته مجلة "*Inside B&C Lending*". وفى عام ٢٠٠٢ أصبح الرقم ٢١٣ مليار دولار، وفى ٢٠٠٣ وصل إلى ٣,٣٢ مليار دولار. وكان سوق الإسكان ما يزال يحتفظ بدفئه(١).

وفيما بين عامى ٢٠٠٤ و ٢٠٠٦، أصدر المقرضون ما يزيد على ١,٧ تريليون دولار من الرهون عالية المخاطر، وبلغ الأمر قمته بوصوله إلى ٦٢٥ مليار دولار. وفى خلال نفس فترة السنوات الثلاث، أصدرت منشآت وول ستريت ما يزيد على ١,٣ تريليون دولار من سندات الرهون عالية المخاطر، وهو ما يعنى أن ما يناهز تقريبًا ثلاثة أرباع إجمالى القروض عالية المخاطر قد تم

---

(1) Ashcraft and Schuermann, "Understanding the Securitization."

تسنيدها. وببلوغ هذه المرحلة، كان الإقراض غير التقليدى بضمان الرهن ينافس الإقراض التقليدى. فإذا كان الإقراض عالى المخاطر وإصدارات *Alt-A* ينضمان معًا فى مرتبة واحدة، كما ينبغى أن يكون الأمر، فإنهما يكونان قد بلغا ١ تريليون دولار فى عام ٢٠٠٦، وهو ما يعنى أنهما يكوّنان ٤٠% من قروض الرهون المصدرة فى تلك السنة. وقد ارتفع عدد الرهون مرتفعة المخاطر المصدرة من ٦٢٤,٠٠٠ فى عام ٢٠٠١ إلى ٣,٤٤ مليون فى عام ٢٠٠٥، وهى زيادة تعادل أكثر من ٤٥٠%[١].

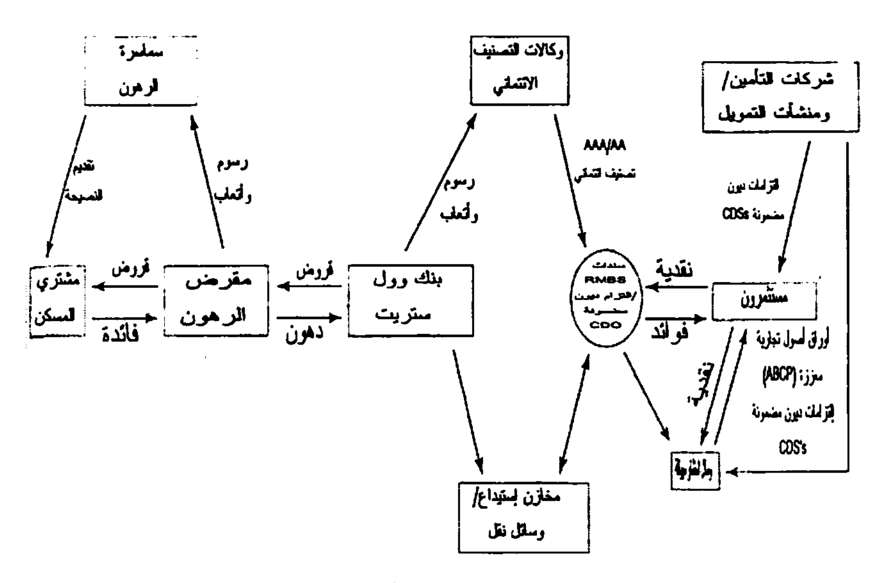
فى قديم العصر، كان الإقراض الصعب للأموال ***hard money lending*** أمرًا بسيطًا ولكنه كان كثيف العمالة، ويقوم على أساس علاقة مباشرة طويلة الأجل بين المقترض والمقرض. وكانت شركات تمويل المستهلكين تحتفظ بالقروض التى تصدرها فى دفاترها، وهو ما كان يعطيها حافزًا للعناية. وقد أصرّت شركة بنيفيشيال على أن القيمة الكلية للرهنين الأول والثانى على أى عقار لن تتجاوز ٨٠% من قيمة العقار. إن الإقراض عالى المخاطر، وفقًا لما تطور إليه فى التسعينيات من القرن الماضى، كان ينتشر بدون نظام، كما أنه كان عملاً تحركه الرسوم والأتعاب والذى لا تقوم فيه صلة بين المقترضين والمقرضين النهائيين – المشترين لسندات الرهون عالية المخاطر – على الإطلاق. وفيما بينهم، توجد سلسلة طويلة من الوسطاء، سماسرة الرهون، ومقرضى الرهون، وتجار وول ستريت، ووكالات التصنيف، ومنشآت إدارة الاستثمار، وكل منها يرجو أن يحقق نجاحًا سريعًا. ويبين شكل (١٩-١) كيف تتوافق حلقات سلسلة الرهن المختلفة كلٌ مع الأخرى، وكذلك التدفقات المالية فيما بينها.

---

(١) ورقة بحثية. *Peter L. Swan, "The Political Economy of the Subprime Crisis: Why Subprime Was So Attractive to Its Creators," Working Paper, January 23, 2009.* يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1320783

وكان الانطباع العام بأن المكائد القائمة على المصالح الشخصية لكافة اللاعبين فى أعمال الإقراض عالى المخاطر ستعمل كلها لتحقيق الأفضل، وظهر أنها كانت مجرد وهم – وهم التنسيق. وبغض النظر عن حل مشاكل المعلومات الخفية التى حددها أكرلوف ***Akerlof***، فإن الصناعة قد تجاهلت ذلك ببساطة. ولا يوجد فى أى مكان فى السلسلة الطويلة للرهن أى شخص يلعب دور موظف القروض فى البنك القديم، ويفحص المقترضين لضمان إمكان تحملهم للقروض التى قدموا الطلبات بشأنها، ويقوم بعد ذلك بمراقبة سلوكهم. وفى بعض الأحيان قامت بنوك وول ستريت بتعيين أطراف ثالثة لفحص القروض عالية المخاطر التى يقومون بشرائها، ومع ذلك، فربما يرجع ذلك فى القدر الأكبر منه إلى اعتمادهم على تمثيل مقرضى الرهون. أما المشترون للسندات عالية المخاطر فى نهاية سلسلة الرهون فلم يقوموا بإجراء تحليل كافٍ لأنفسهم، بل كانوا يعتمدون على وكالات التصنيف الائتمانى، التى وضعت الأغلبية العظمى من السندات المعززة برهون المساكن ***RMBSs*** والتزامات الديون المضمونة ***(CDOs)*** باعتبارها إحدى درجات الاستثمار.

شكل (١٩-١) سلسلة الرهن



وفى الفترة ما بين ٢٠٠٥ و ٢٠٠٧، طبقًا لما أورده مركز النزاهة العامة، ***Center for public integrity***، كان أكبر خمسة من مصدرى القروض عالية المخاطر هم كنترى وايد ***Country wide***: ٩٧,٢ مليار دولار، وأمريكويست ***Ameriquest***: ٨٠,٧ مليار دولار، ونيو سينشرى ***New Century***: ٧٦ مليار دولار، ولونج بيتش مورتجيج ***Long Beach Mortgage*** التى كانت جزءًا من واشنطن ميوتوال: ٦٥,٢ مليار دولار. وكان مقرضو الرهون يعتمدون بصفة أساسية على برامج الحاسب الآلى الخاصة بتحديد الصلاحية مسبقًا (***automated prequalification software***) ونادرًا ما اعترضت إداراتهم الخاصة بضمان السندات والالتزام بالشروط على القروض التى استوفت متطلباتها[1].

---

(1) *"The Subprime 25", Center for Public Integrity.* يمكن الحصول عليه من خلال الرابط: http://www.publicintegrity.org/investigations/economic_meltdown/the_subprime_25/

وفى أكثر شركات إقراض الرهون سرعة فى النمو، مثل أمريكويست ونيو سينشرى، وكلاهما يقع مقرها فى أورانج كونتى ***Orange County*** بكاليفورنيا، كانت الثقافة الداخلية أكثر قربًا لغرفة الغلاّية عنها لثقافة بنك تقليدى. وكان على التنفيذيين المختصين بحسابات العملاء أن يواجهوا أحجام الطلب اللازمة لإصدار القروض. وعند اقتراب نهاية الشهر، كانوا يعملون بجنون على التليفونات لمواجهتها غير عابئين، إلا بقدر ضئيل، بمدى قدرة المقترضين على الوفاء بالالتزامات التى كانوا يتحدثون عنها. وكان أفضل العاملين أداءً يتلقى علاوات إضافية ضخمة إلى جانب رحلات إلى لاس فيجاس وغيرها من المنتجعات. وفى أحد التقارير شديدة المرارة والانتقاد لشركة سينشرى ***Century*** والذى تم تقديمه فى شهر فبراير ٢٠٠٨، كتب مايكل جى. ميسال ***Michael J Missal***، وهو أحد خبراء المحاكم لفحوص الإفلاس "إن الإدارة العليا للشركة يسيطر عليها هاجس وقح بزيادة إنشاء القروض". وقــد أقــر رئيس الائتمان السابق لشركة نيو سينشرى ***New Century*** فى سنة ٢٠٠٤ أن الشركة "لم يكن لديها معيار لجودة القروض". وكان همها الأول: كما قال عدد من التنفيذيين السابقين بالمنشأة، هو إمكان بيع القروض التى أنشأتها إلى وول ستريت. "وقد أقر بعض موظفى شركة نيو سينشرى بالمخاطر المتزايدة لمنتجات الرهون تلك، وممارسات الإقراض التى لم تبدأ قبل ٢٠٠٤، وأوصوا بإجراء تغييرات لإدارة المخاطر وتقليلها إلى أقل حد ممكن" وفقًا لما ذكره ميسال(١). "وعلى أى حال فإن هذه التوصيات كان نصيبها الرفض أو التجاهل من جانب الإدارة العليا".

---

(1) *Final Report of Michael J. Missal, Bankruptcy Court Examiner, New Century Trs Holdings, Inc., United States Bankruptcy Court for the District of Delaware, February 29, 2008*

ومع تقدم فقاعة المساكن، أصبحت القروض عالية المخاطر المعتادة أكثر ضخامة وأكثر مخاطر. وفى عام ٢٠٠١ كان متوسط قيمة الرهن عالى المخاطر هو ١٥١,٠٠٠ دولار، وبعد أربع سنوات أصبح ٢٥٩,٠٠٠ دولار. وفى عام ١٩٩٩، يكاد يكون نصف كافة الرهون عالية المخاطر يحمل أسعار فائدة ثابتة، وعمليًا لم يكن هناك أى قرض منها من نوع الفائدة فقط ***Interest Only***. وبعد ست سنوات، كان أكثر من ٨٠% من القروض عالية المخاطر ذات سعر الفائدة القابل للتعديل، وأكثر من الربع من النوع الذى يحمل الفائدة فقط.

وفى قمة فورة الازدهار، فى عامى ٢٠٠٥ و ٢٠٠٦، كان أكثر من ثلثى مقترضى القروض عالية المخاطر يأخذون "مزيج ٢/٢٨ للرهون ذات الفائدة القابلة للتعديل" "***2/28 hybrid ARMs***". ولوصف أحد هذه المخلوقات كرهن يعتبر شيئًا به بعض التوسع؛ فهى فى الواقع مجرد مراهنات بأموال مقترضة فى اتجاه أسعار المساكن. وبالنسبة للسنتين الأوليين، يمنــح المقتــرض سعر فائدة ثابت مضمون – ٦% أو ٧%، مثلاً. وبعد ذلك يتم تعويم سعر الفائدة إلى مستوى أعلى كثيرًا – فيما بين ١٠% و ١٥% يكون هو الأمر المعتاد – حيث يظل هكذا لمدة ٢٨ سنة. ففى أعقاب ارتفاع سعر الفائدة، فإن مقترضى ٢/٢٨ عادة ما كانوا سيرون أن أقساطهم الشهرية تتزايد فيما بين ٥٠% و ١٠٠%. ومن الواضح أن كثيرًا منهم لن يمكنهم تحمل مثل هذه القفزة الكبرى. وبعضهم يعلم ما يفعله – ويقامر على أن أسعار المساكن ستستمر فى ارتفاعها، وفى كل حالة سيمكنهم إعادة التمويل قبل أن تمضى السنتان. بينما لم يتمكن آخرون من التحقق من المخاطر التى يتحملونها، فأصبحوا ضحايا للإقراض المتوحش.

إن الرهون عالية المخاطر هى منتجات معقدة، ذات ملامح وسمات كثيرة مختلفة، بما فى ذلك أسعار الفائدة التى تتنوع وتختلف فى كل حالة، والرسوم من

مختلف الأوصاف، وعقوبات الدفع مقدمًا. وكان كثير من مقترضى القروض عالية المخاطر ليسوا محنكين ماليًا، وجميع مقرضى الرهون الكثيرين قاموا باستغلال ميزة المعلومات التى عرفوها عن عملائهم. وقد قام مركز الإقراض المسئول، الموجود فى ولاية نورث كارولينا، بجمع بعض الأمثلة الفاضحة عن الإقراض المتوحش، منها ما يلى:

قام إيرا وهيزل بشراء مسكنهما فى عام ١٩٨٣، بعد زواجهما بفترة قصيرة، وقاما بتمويل عملية الشراء بقرض من إدارة المحاربين القدماء ***Veterans Adm***. وفى عام ٢٠٠٢، كانا قد رفعا تقريبًا الرهن الأول لهما. وتلقى الزوجان اللذان كبر سنهما مكالمة من المقرض، يحثهما فيها على توحيد كل دينهما فى رهن واحد. وأكد لهما المقرض للزوج، الذى كان يحظى بائتمان ممتاز، بأن الزوجين سيحصلان على سعر فائدة يتراوح بين ٥% - ٦%، وهو ما سيؤدى إلى تخفيض أقساطهما الشهرية. وعلى أى حال، وطبقًا لما قاله الزوجان، فإنه عندما حضر المقرض إلى منزلهما ليحصل على توقيعاتهما على الأوراق الخاصة بالرهن الجديد، أغفل ذكر أن القرض لم يكن يحتوى على سعر الفائدة المخفض الذى وعدهما به. وبدلاً من ذلك، فإن الأوراق كانت تحتوى على سعر فائدة يبلغ ٩,٩% وعلى سعر فائدة سنوى يبلغ ١١,٨%. وفضلاً عن هذا، كان القرض يحتوى على ١٠ "نقاط خصم" (١٥,٢٨٩ دولار) والذى كان سيمول فى القرض، وبذلك تتضخم قيمة القرض ويتم نزع ملكية الزوجين. وبموجب القرض الجديد ارتفع قسط الرهن الشهرى إلى ١,٦٦٥ دولار ليمثل تقريبًا ٥٧% من الدخل الشهرى للزوجين. وفضلاً عن هذا، تضمن القرض عقوبة ضخمة تتمثل فى الدفع مقدمًا بما يواجههما بدفع ٧,٥٠٠ دولار للفرار من هذا القرض المتوحش(١).

---

(1) Ashcraft and Schuermann, "Understanding the Securitization", 70

ومعظم منشآت وول ستريت لم تتدخل مباشرة فى هذا النوع من الإقراض، ولكنها كانت تساعد فى تسهيله. ونظرًا لانفجار الطلب على السندات عالية المخاطر، كان هناك شغف لدى البنوك العادية وبنوك الاستثمار للدخول فى عمليات قروض المساكن التى غالبًا ما كانت هذه البنوك تشتريها من المقرضين بأعلى من قيمتها الاسمية. ولنأخذ قرضًا عاديًا بمبلغ ٢٠٠,٠٠٠ دولار تم إصداره فى عام ٢٠٠٥. فإن ليمان براذرز، أو مورجان ستانلى، أو أحد منافسيهما سيعرض شراءه مقابل ٢٠٦,٠٠٠ دولار مثلاً – أى بعلاوة ٣%. ويمكن لبنوك وول ستريت أن تتحمل قدرًا من التبذير؛ لأنهم يتقاضون عمولات ورسومًا ثقيلة من المشترين للسندات عالية المخاطر. وكانت المنشأة من وول ستريت تحقق من بيع ما قيمته ١٠٠ مليون دولار من سندات الرهون عالية المخاطر العادية مبلغ يتراوح بين ٥٠٠,٠٠٠ دولار ومليون دولار. أما بالنسبة للمنتجات الأكثر تعقدًا، مثل التزامات الديون المضمونة برهون، فكانت العمولات أكثر سخاءً.

كان أكبر خمسة مصدرين لسندات الرهون عالية المخاطر فى عامى ٢٠٠٥ و ٢٠٠٦، طبقًا لما ورد فى مجلة ***Inside Mortgage Finance***، هم ليمان براذرز: ١٠٦ مليار دولار، وشركة آربى إس جرينويش كابيتال: ٩٩,٣ مليار دولار، وكنترى وايد سكيوريتيز، قسم من شركة كنترى وايد فايننشيال: ٧٤,٥ مليار دولار، ومورجان ستانلى: ٧٤,٣ مليار دولار، وبنك كريدى سويس فيرست بوسطون: ٧٣,٤ مليار دولار[١]. وانتهى الأمر ببعض سندات الرهون هذه إلى التجزئة فى شكل التزامات ديون مضمونة برهون ***CDO's***. ومن الصعب الوصول إلى الأرقام الصحيحة لإصدارات التزامات الديون المضمونة برهون، ولكن طبقًا لما نشرته بلومبرج نيوز ***Bloomberg News***، فإن أكبر خمسة من ضامنى السندات

---

(١) انظر *"The Subprime 25"*

underwriters فى الشهور الثمانية الأولى من عام ٢٠٠٥ كانوا ميريل لينش، وسيتى جروب وفاتشوفيا، وجولدمان ساكس، وليمان براذرز[١].

وبسبب كل التعقيدات المفترضة، فإن السندات المعززة برهون المساكن (***RMBSs***) والتزامات الديون المضمونة برهون (***CDO's***)، كانت فى جذورها منتجات بسيطة نسبيًا. وإذا ما تم التفكير فى كل رهن كسهم منفرد، فإن كل سند معزز برهن مسكن ***RMBS*** يمكن أيضًا التفكير فيه كصندوق استثمار مشترك تتجمع فيه التدفقات النقدية من عدد ضخم من الأسهم (القروض) ويجرى دفعها إلى المستثمرين فى الصندوق. والتزامات القروض المضمونة برهون (***CDO'S***) عالية المخاطر مماثلة لصندوق الصناديق، وقد قام مديروها بجمعها من سندات ***RMBS's*** كثيرة ومختلفة، وأحيانًا جنبًا إلى جنب مع بعض القروض الكاملة، لخلق محفظة جديدة من الأصول ذات الفوائد.

والسند العادى المعزز برهون المساكن ***RMBS*** يتضمن آلافًا من قروض المساكن، ويحمل اسم أو الحروف الأولى من اسم الجهة المصدرة فى وول ستريت. وعلى سبيل المثال، أطلق جولدمان ساكس صندوق ***GSAMP TRUST 2006-NC21*** فى شهر أغسطس ٢٠٠٦، وكان يتكون من ٣,٩٤٩ رهنًا قامت بإصدارها نيو سينشرى فى الربع الثانى من العام ٢٠٠٦، وكان هذا الحصاد من عمليات التسنيد، معتادًا نسبيًا[٢]. وكان متوسط قيمة القروض نحو ٢٢٣,٠٠٠، وكان نحو ٩٠% من هذه القروض تحمل خيار ٢٨/٢ ذى الرهون ذات سعر الفائدة القابل للتعديل ***ARMs***. وقد أخذ الخُمسان لشراء عقارات، أما الباقى فقد أصدر للحصول على "نقد" يستخدم لتمويل الرهون القائمة. وكان نحو نصف المساكن فى كاليفورنيا وفلوريدا، وكان متوسط تصنيف المقترضين هو ٦٢٦ وفقًا لتصنيف ***FICO***.

---

(1) Gregory Cresci, "Merrill, Citigroup Record CDO Fees Earned in Top Growth Market," Bloomberg News, August 30, 2005

(٢) لمزيد من المعلومات *Asshcraft and Schuermann, "Understanding the Securitization," 70*

والآن، فإن إقراض أكثر من ٢٠٠,٠٠٠ دولار لأى شخص منفرد مالك لمسكن فى هذا التجمع من الواضح أنه سيكون مشروعًا خطيرًا. ويكاد يكون ثلث هذا التجمع ترتيبهم أقل من ٦٠٠ وفقًا لتصنيف ***FICO***، وهو ما يشير إلى مشاكل خطيرة فى سجلاتهم الائتمانية. والمبرر الأساسى للاستثمار فى سند معزز برهون المساكن ***RMBS*** أو (التزام لقروض مضمونة برهون ***CDO***) هو أن تمويل القروض لعدة آلاف من المقترضين كان أكثر أمانًا من الإقراض لأى فرد. ولماذا ذلك؟ كانت لدى وول ستريت ثلاث إجابات: التنوع، والتبعية ***Subordination***، وبناء احتياطيات.

كانت حجة التنوع هى نفسها التى تنطبق على ادخارك لما توفره لتقاعدك فى صناديق الاستثمار بدلاً من الاستثمار فى أوراق مالية متفرقة. وإذا ما وضعت كل أموالك فى شركة واحدة وأفلست هذه الشركة، فإنك تخسر كل شيء: وإذا استثمرت فى خمسمائة شركة من خلال صندوق ***Index fund*** مثلاً، وأفلست إحدى هذه الشركات، فلا ينبغى أن يحدث أثرًا كبيرًا على قيمة الصندوق. وبشكل أكثر رسمية قليلاً، فإن واضع النظريات المالية هارى ماركوفيتز ***Harry Markowitz*** الحاصل على جائزة نوبل أعاد فى خمسينيات القرن الماضى عرض أن التنوع يسمح للمستثمرين أن يقللوا إلى أدنى حد ممكن أثر الأحداث الخاصة الضارة أو ما يشار إليه غالبًا باسم "مخاطر الحساسية ***idiosyncratic risk***". فإذا انخفض سعر النفط، فإن أسهم النفط فى صندوق تقاعدك ربما تنخفض أيضًا، ولكن الأسعار الأرخص للغاز تحرر النقد الذى يتم إنفاقه على أشياء أخرى، وعلى السلع فى القطاعات المفيدة، مثل تجار التجزئة والمطاعم والتى ينبغى أن ترتفع. وهكذا فإن الخسائر فى أحد جوانب المحفظة يعوضه جانب آخر.

ومع سندات الرهون، يتم التنوع على أساس جغرافى. وعندما تتهاوى أسعار المساكن فى ولايتى إلينوى وأوهايو، فإنها قد تكون فى حالة ارتفاع فى نيومكسيكو وأريزونا. ومن خلال جذب قروض المساكن معًا من جميع أرجاء البلاد، فإن مصدرى سندات الرهون فى وول ستريت كانوا يُحصّنون المستثمرين ضد إمكانية هبوط أحد أسواق المساكن، وهذا هو الذى يدَّعون أنهم يقومون بعمله على أى حال. وحتى إذا ما تعثر بعض ملاك المساكن، فإن الأغلبية الوسطى يمكنها أن تواصل دفع أقساطها الشهرية فى مواعيدها، كما يستمر حملة السندات فى تلقى مدفوعاتهم عن فوائدها.

وتأتى الطبقة الثانية من الحماية فى شكل ترتيب الأسبقية ***Seniority***. وبتطبيق مماثل لما يجرى عليه العمل فى الصناديق الاستثمارية ***Mutual Funds***، أصدرت السندات المعززة برهون المساكن (***RMBs***) أربع درجات من الأسهم: العليا الفائقة ***Super senior*** والعليا ***senior*** والوسطى ***mezzanine*** والصغرى ***Junior*** (أو ***equity***). فإذا حدث تعثر فى أى من العدد الذى يناهز أربعة آلاف رهن فى صندوق ***GSAMP TRUST***، فإن مالكى السندات الصغرى (***Junior***) يكونون أول من فى الخط الذى يتحمل أى خسائر. أما مستثمرو الدرجة الوسطى (***mezzanine***) فلن يتأثروا حتى يكون مستثمرو الدرجة الصغرى قد انتهوا تمامًا، ولن يتأثر مستثمرو الدرجة العليا ***senior*** حتى ينتهى مستثمرو الدرجة الوسطى تمامًا... وهكذا. (ولتعويض المخاطر الإضافية التى يتحملها مستثمرو الدرجتين الصغرى والوسطى فإنهم يتلقون أسعار فائدة أعلى). وأخيرًا، فإن هذا السند المعزز برهون المساكن ***RMBS*** مصمم بحيث، منذ البداية، يكون إجمالى الأقساط الشهرية من حملة الرهون يتجاوز مدفوعات الفائدة التى يقدمها السند ***RMBS*** للمستثمرين. وقد استخدم هذا التعبير "هامش إضافى ***excess spread***" لتكوين صندوق احتياطى يمكن استعماله لتعويض أى خسائر تنشأ بعد ذلك.

والدرجات العليا الفائقة ***super senior***، والعليا ***senior*** من سندات الرهون عادة ما تحمل تصنيفًا ائتمانيًا من مرتبة ***AAA*** أو ***AA*** أو ***A***، بينما تصنف الشرائح الوسطى ***mezzanine*** بـ ***BB*** أو أعلى عادة أما الشرائح الصغرى ***junior*** أو ***equity***، والمعرضة للخسائر الأولى عند تعثر القروض، فلا يتم عادة تقييمها. إن المفتاح لجاذبية المستثمر إلى سندات الرهون هو أنها تدر حصيلة عالية أكثر مما تدره سندات الشركات ذات نفس التصنيف: فإذا كان السند المصنف ***AAA*** المصدر من شركة ***IBM*** يُدر فائدة بنسبة ٥,٥% مثلاً، فإن سند الرهن عالى المخاطر المصنف ***AAA*** والمصدر من شركة جولدمان ساكس أو ليمان براذرز يدر ما بين ٥,٧٥% أو ٦%. ولما كان كلا السندين يحملان نفس التصنيف من وكالات التصنيف الائتمانى، فإن سندات الرهون تعتبر صفقة جيدة.

طالما كانت أسعار المساكن ترتفع، فإن القيود الوحيدة على نمو الإقراض عالى المخاطر هى وكالات التصنيف الائتمانى، وجهات الرقابة والتنظيم الحكومية، واللتان يفترض فى كلتيهما أن تمنعا وقوع انهيار فى السوق. ووكالات التصنيف الائتمانى هى حل ابتكره القطاع الخاص لمشكلة المعلومات الخفية من خلال الدخول إلى الشركات والمنتجات التى تغطيها، وتحديد درجات على أساس ما يجدونه، وهم يقومون بأداء مهمة تدقيق وفحص أساسية. كما أن مقدِّمى رءوس الأموال، بدلاً من الاضطرار إلى البحث عما إذا كانت كل شركة أو سند يتمتع بالسلامة، يمكنهم الاعتماد على الرأى المتعلم لوكالة التصنيف.

وهذا يفترض بالطبع، أن تصنيف وكالات التصنيف الائتمانى كله موضوعى تمامًا وأنه صحيح بدرجة معقولة. وعندما يأتى الأمر إلى سندات الرهون عالية المخاطر، فإنها لم تكن كذلك. وبموجب نموذج "مدفوعات المصدر" للتصنيف الائتمانى، فإن منشآت وول ستريت، مثل جولدمان ساكس ومورجان

ستانلى، دفعت إلى ثلاث من وكالات التصنيف الائتمانى – هى موديز ***Moody's***، وستاندارد آند بورز ***Standard and Poors*** وفيتش ***Fitch*** – أتعابًا سخية لتقييم منتجاتها. ونظام الدفع هذا، تم استخدامه أيضًا فى سوق سندات الشركات، ولكن تعقد وغموض سندات الرهون أكّد تنازع المصالح الموجود بدون شك.

فى الأصل، تقاضت وكالات التصنيف أتعابًا من المستثمرين لكى ترى تصنيفهم، ولكن فى سبعينيات القرن الماضى بدأت تقدِّر أتعابًا على المصدرين، الشركات، البلديات، ومنشآت وول ستريت. ونظرًا لأن وكالات التصنيف كانت تعتبر وكالات شبه عامة، فإن مشاكل الحوافز المصاحبة لنظام الدفع تم تجاهلها لعدة عقود. وفى سنوات الثمانينيات والتسعينيات فى القرن العشرين أصدرت الحكومات فى الولايات المتحدة والدول الأخرى أمرًا إلى البنوك لتنويع احتياطياتها الرأسمالية طبقًا للتصنيف الائتمانى لما فى حوزتها من سندات، وبذلك أدخلت رسميًا وكالات التصنيف ضمن النظام المالى الرقابى والتنظيمى: وبموجب هذا النظام ذى المطالب الرأسمالية المرجحة بالمخاطر، حلت مؤسسات فيتش، وموديز، وستاندارد آند بورز محل الموظفين الحكوميين كمراقبين أساسيين لميزانيات البنوك، وإذا ما قررت هذه المؤسسات أن طبقة معينة بها مخاطر، فإن البنوك التى تمتلك بعضها تلتزم بحيازة رأس مال أكبر.

مع تصاعد عملية التسنيد ***Securitzation*** ازدهرت أعمال التصنيف مرة أخرى. ولما كانت السندات المعززة بالأصول، مثل سندات الرهون، أكثر تعقيدًا عن السندات العادية، فقد أدى هذا إلى تمكين وكالات التصنيف من تقاضى أتعاب ورسوم أعلى عنها، وكان سعر تصنيف ١٠٠ مليون دولار من السندات المعززة برهون المساكن ***RMBS*** ثلاثة أو أربعة أمثال تصنيف ١٠٠ مليون دولار من سندات البلديات؛ أى بنحو يتراوح ما بين ٣٠,٠٠٠ – ٤٠,٠٠٠ دولار مقابل نحو

١٠,٠٠٠ دولار. ومع سرعة تكاثر سندات الرهون، أصبح التمويل المهيكل هو المصدر الرئيسى لدخل وكالات التصنيف. (وفى عام ٢٠٠٥ طبقًا لما ورد فى جريدة نيويورك تايمز كان هذا النوع يمثل أكثر من ٤٠% من إيرادات شركة موديز *Moody's*)(١). ولعدة عقود كانت وكالات التصنيف تعمل كأقسام من شركة النشر الكبرى؛ فكانت موديز قسمًا من شركة دان آند برادستريت ***Dun & Bradstreet***؛ وستاندارد آند بورز كانت (وما تزال) قسمًا من شركة ماكجرو هيل ***McGraw-Hill***. ومع نمو إيراداتها بسرعة، تزايد نظر أصحاب الشركات إليها باعتبارها مراكز ذات قيمة لتحقيق الأرباح فى حد ذاتها. وفى عام ٢٠٠٠ انفصلت مؤسسة موديز عن شركة ***Dun & Bradstreet***. وقامت بإصدار أوراق مالية، ومنحت كبار موظفيها حزم "الحوافز" المعتادة. "وفى رأيى، فإن تركيز موديز قد تحول من حماية المستثمرين إلى أن أصبح مؤسسة تعمل وفقًا للسوق"(٢) هذا ما قاله جيروم إس فونس ***Jerome S. Fons***، عضو مجلس الإدارة المنتدب السابق فى موديز، فى جلسة استماع بالكونجرس فى أكتوبر ٢٠٠٨. "إن تركيز الإدارة يتزايد تحوله نحو تعظيم الإيرادات. وقد أدت خيارات الأسهم وغيرها من الحوافز إلى ازدياد إمكانية الحصول على تعويضات ضخمة".

وبدلاً من اتباع نهج قريب فى متناول اليد، وإنشاء مجموعة من المعايير يقوم مصدرو السندات المعززة برهون المساكن ***RMB'S*** والتزامات القروض المضمونة بالرهون ***CDC's*** بالوفاء بها، عملت وكالات التصنيف جنبًا إلى جنب مع بنوك وول ستريت، مع إعطائها تعليمات عن كيفية هيكلة عروضها لتحقيق

---

(1) Gretchen Morgenson, "Debt Watchdog: Tamed or Caught Napping?" New York Times, December 7, 2008

(٢) شهادة جيروم إس فونس. *Testimony of Jerome S. Forns, Committee on Oversight and Government Reform, United States House of Representatives, October 22, 2008*

تصنيفات الدرجة الاستثمارية التى يطلبها المستثمرون. ومع استمرار ازدهار فورة القروض عالية المخاطر، أخذ العاملون فى بنوك الاستثمار يلاعبون منشآت التصنيف ضد بعضها البعض، مع البحث دائمًا عن أفضل التصنيفات. فإذا ما كان المحللون فى مؤسسة موديز لا ينظرون نظرة حميدة إلى إحدى عمليات التسنيد المعينة، يقوم الموظف المصرفى المسئول عن العرض بمخاطبة منافسيهم فى ستاندارد آند بورز، أو مؤسسة فيتش ويدعوهم أيضًا للنظر فى العرض. وكثيرًا ما أجريت المقارنات بين نتائج التحليلات وأظهرت فضائح الشركات فى أوائل العقد، عندما غضت منشآت المراجعة الطرف، مثلما تنازلت مؤسسة آرثر أندرسون عن استقلالها بالدخول فى تعاقدات استشارية مربحة مع منشآت مثل شركة إنرون ***Enron*** وورلد كوم ***World Com***.

وقامت منشآت فيتش، وموديز، وستاندارد آند بورز، بمعارضة هذا التناظر بشدة. "إننا لن نقوم أبدًا بإخطار من يقوم بالتدريب بما ينبغى وما لا ينبغى عمله"(١) هذا ما قالته ستاندارد آند بورز فى تعليق لها نشرته فى أغسطس ٢٠٠٧. "إننا لا نقوم سوى بمجرد رد فعل للافتراضات التى يقدمها المشرفون على الترتيبات وفى كل مرة إلى المدى الذى نخبرهم فيه بالآثار المحتملة لهذه الافتراضات على نتيجة التصنيف. ولكى نطلب من وكالات التصنيف أن تتوقف عن عمل ذلك سيكون خطوة رئيسية من الابتعاد عن الانفتاح، والشفافية، والحوار الذى كان يحثهم عليه مجتمع التنظيم الدولى". وما زال السجل التاريخى واضحًا. وفى عام ٢٠٠٥ و ٢٠٠٦، أصدرت منشآت وول ستريت أكثر مما قيمته ١ تريليون دولار من السندات عالية المخاطر المعززة برهون المساكن ***RMBS's*** والتزامات القروض المضمونة بالرهون ***CDO's***، وكانت الغالبية العظمى من مؤسسات فيتش

---

(1) "Structured Finance: Commentary", Standard&Poor's, August 23, 2007

وموديز وستاندارد آند بورز مصنفة بـــ ***AAA*** أو ***AA***. ومنذ صيف ٢٠٠٧، تكاد معظم هذه الاصدارات أن تكون قد هبطت تصنيفاتها بوحشية، وتوقف كثير منها عن التداول.

وهكذا، فهل كانت وكالات التصنيف فاسدة أو أن الأمر يقتصر على مجرد عدم تمتعها بالكفاءة؟ وكما قال أحد كبار التنفيذيين فى مؤسسة موديز والمسئول عن الإشراف على جودة التصنيف الائتمانى، وهو جيروم إس. فونس ***Jerome S. Fons*** والاقتصادى السابق فى الاحتياطى الفيدرالى، والذى أنفق سبعة عشر عامًا من العمل فى موديز، مما جعله فى مركز جيد مثل أى شخص آخر للإجابة عن هذا السؤال: "إن وجهة نظرى هى أن جزءًا كبيرًا من اللوم يمكن أن يُلقى على نزاعات المصالح الشخصية المتأصلة والموجودة فى نموذج أعمال مدفوعات المُصدر وما يقوم به المصدرون للسندات المهيكلة من تنقل بين وكالات التصنيف"(١) كان هذا ما قاله للكونجرس.

"إن الاتجاه للمحافظة أو التوسع فى السوق جعل وكالات التصنيف من المشاركين المرحبين فى هذا المهرجان الخاص بالتسوق. وكان من السهل نسبيًا أيضًا على البنوك الرئيسية أن تلاعب الوكالات الواحدة ضد الأخرى، بسبب غموض العمليات المهيكلة، والرسوم العالية المحتملة التى تأخذها الوكالة الرابحة. وقد اختار منشئو السندات المهيكلة بالطبع وكالة التصنيف ذات أدنى المعايير، التى تقوم بتأصيل نوع ينتمى إلى القاع من ناحية جودة التصنيف. وبينما تعرضت الطرق المستخدمة فى تصنيف السندات المهيكلة للانتقاد الشديد وأصبحت تحت النار مباشرة، ففى رأيى، أن نموذج الأعمال منع المحللين من تقديم مصالح المستثمرين أولاً".

---

(١) شهادة جيروم إس فونس.

وبينما كان كل هذا يحدث، فإن الشرطى المالى الأول للبلاد، أى رئيس مجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى كان يحوّل عينيه بعيدًا عما يحدث. وفى مقابلة تمت فى شهر سبتمبر ٢٠٠٧ مع برنامج قنـــاة ســـى بـــى إس **CBS** "٦٠ دقيقة" ***60 minutes***. أقر ألان جرينسبان بأنه كان يدرك انتشار إساءة الاستغلال فى سوق السندات ذات المخاطر العالية، "لم تكن لدىَ فكرة عن مدى الأهمية التى بلغتها حتى وقت متأخر جدًا. كما أننى بالفعل لم أتمكن من فهمها حتى أواخر عامى ٢٠٠٥ و٢٠٠٦"(١). وعلى عكس جرينسبان، فإن معظم القائمين بالتنظيم فيدراليًا يؤمنون فعلاً بالتنظيم، ولكن نظام الإشراف الضعيف والمفتّت أدى إلى إحباط جهودهم.

عند بداية سلسلة الرهن، لم يكن هناك أى إشراف فيدرالى على سماسرة الرهون، الذين كانوا يتكاثرون مثل ذباب الفاكهة. وطبقًا لإحدى الدراسات، فإنه بحلول عام ٢٠٠٤، كان هناك أكثر من خمسين ألف منشأة للسماسرة فى الرهون فى الولايات المتحدة، يعمل بها أكثر من أربعمائة ألف شخص(٢). وقد اشترط كثير من الولايات ضرورة حصول السماسرة المحليين على تراخيص، عادة ما تتضمن إثبات أنهم قد بلغوا مستوى معينًا من التعليم وتقديم سند كفالة ***Surety Bond***، ولكن بضع ولايات فقط فرضت إتاوة ائتمانية عليهم للعمل فى أفضل مصالح عملائهم. وحتى فى كاليفورنيا، وأماكن أخرى حيث كانت هذه القوانين موجودة، فإنها نادرًا ما كان يتم تنفيذها. وكان الأفراد المظلومون أحرارًا فى مُقاضاة سماسرتهم عن الإهمال أو الاختلاس، ولكن هذا كان عملاً بغيضًا.

كان تنظيم مقرضى القروض عالية المخاطر (وما زال) أمرًا به خلط رهيب، مع مجموعة متنوعة من الوكالات الاتحادية التى تشرف على مختلف

---

(١) مقابلة ألان جرينسبان مع برنامج ***60 Minutes***. ١٦ سبتمبر ٢٠٠٧

(2) ***Figures from Wholesale Access, reported in Jeff Bailey, "With Mortgages, Instant Wealth for Middlemen," New York Times, October 8, 2005***

أجزاء الصناعة، وفى بعض الحالات، على مختلف أجزاء المنشأة. وعلى قمة هذا التل، يقف الاحتياطى الفيدرالى مسئولاً عن تنظيم الشركات القابضة الكبرى المالكة للبنوك، مثل سيتى جروب *Citi-Group*، وجى بى مورجان تشيز *JP Morgan Chase*، وفاتشوفيا *Wachovia* والتى كانت تمتلك بعض المقرضين الكبار. كان مكتب مراقب العملة، وهو أحد الأقسام المستقلة من وزارة الخزانة، يقوم بتنظيم ورقابة البنوك القانونية مثل سيتى بنك، وبنك ويلز فارجو، والشركة الاتحادية لتأمين الودائع التى تشرف على البنوك الصغرى التى لا تكوّن جزءًا من نظام الاحتياطى الفيدرالى، كما أن مكتب الإشراف على التوفير *Office of Thrift Spervision* كان يقوم بتنظيم بنوك الادخار والإقراض، مثل كنترى وايد *Country wide* وواشنطن ميتوال *Washington Mutual*. وفى النظام المثالى فإن هؤلاء المنظمين قد انضموا معًا وفرضوا مجموعة من المعايير الموحدة لمقرضى القروض عالية المخاطر. إلا أنهم بدلاً من ذلك، انشغلوا فى حروب سطحية، سمحت للمؤسسات المالية الكبيرة أن تلاعب الواحدة ضد الأخرى، كما استغلوا وكالات التصنيف.

وحتى إذا كان المنظمون الاتحاديون قد قاموا بعملهم على أفضل وجه ممكن، ولم يتم الإشراف على كثير من سماسرة الرهون، الذين تم دخولهم فى شكل شركات على مستوى الولاية. وبقدر ما أصدرت هذه المنشآت من سندات للمستثمرين، فإنها تخضع لشىء من الإشراف من جانب لجنة البورصات *SEC*، ولكن العبء الرئيسى لتنظيمها يقع على كاهل موظفى الولاية، الذين غالبًا ما تم إغراقهم. وطبقًا لما ذكره مارك زاندى *Mark Zandi*، المؤسس المشارك لموقع مؤسسة موديز "*Economy.com*"، فإن ثلاثين من الفاحصين التابعين لإدارة الشركات بكاليفورنيا *California Department of Corporations* تقاسموا مسئولية تنظيم ورقابة نحو خمسة آلاف شركة من شركات تمويل المستهلك، بما فى ذلك شركات كبرى مثل أمريكويست *Ameriquest* ونيو سينشرى *New Century*. "لقد

أدى عبء العمل الضخم بالفعل إلى تخفيض عمل الفاحصين إلى عمل موظفى حسابات لا يمكنهم سوى التأكد من أن الشركات بها احتياطيات كافية وأنها لا تغالى فيما تتقاضاه من المقترضين من رسوم"[١] كان هذا ما كتبه زاندى فى كتابه الصادر عام ٢٠٠٨، عن "الصدمة المالية: قصة معلوماتية عن كارثة القروض عالية المخاطر ***Financial Shock, an informative of the subprime crisis***. وعلى شركات الرهون أن تتوقع فحصًا من مفتشى التنظيم بالدولة مرة كل أربع سنوات".

إن ما كان يتطلبه الأمر هو وجود شخص ما على المستوى القومى ينشر إنذارًا بشأن معايير الإقراض ويواجه سياسة جرينسبان القائمة على أساس حرية العمل ***Laissez-faire***، ولكن عمليًا لم يقم أى شخص بهذا العمل. كان الشخص الأكثر قربًا من رئيس مجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى من بين زملائه هو الراحل إدوارد جرامليتش ***Edward Gramlich***، الذى عمل كأحد محافظى الاحتياطى الفيدرالى من عام ١٩٩٧ حتى ٢٠٠٥. كان جرامليتش ديمقراطيًا معتدلاً، وقام فيما سبق بالتدريس فى جامعة ميتشجان، وعمل فى مكتب موازنة الكونجرس. وفى خلال عدد من السنوات، كان يدعو الاحتياطى الفيدرالى وغيره من الوكالات أن يتخذوا إجراءات مشدَّدة ضد الإقراض المتوحش الذى، وفقًا لما قاله فى ديسمبر ٢٠٠٠: "يدمر الأشخاص والمجتمعات فضلاً عن أنه آفة واضحة"[٢]. ولكن جرامليتش لم

---

(1) *Mark Zandi, Financial Shock: A 360o Look at the Subprime Mortgage Implosion and How to Aviod the Next Financial Crisis (Upper Saddle River, N.J.: Pearson Education, 2009), 154-55*

(٢) تصريحات المحافظ إدوارد م. جراملينش. ***Remarks by Governor Edward M. Gramlich, made at the Federal Reserve Bank of Philadeliphia, Community and Consumer Affairs Department Conferences on Predatory Lending, Philadelphia Pennsylvania, December 6, 2000***

ينتقد القروض عالية المخاطر بالتحديد، بل على العكس فإنه كرر الثناء عليها وعلى دورها فى خلق ملايين من ملاك المساكن. وفى عام ٢٠٠٤ أشار إلى ارتفاع الانحرافات فى القروض عالية المخاطر باعتبارها علامات مثيرة للقلق، ولكنه اختتم حديثه قائلاً، أما المحصلة فهى أن القيمة الاجتماعية للصناعة كانت "ربما إيجابية قوية"[١]. وفى فترة متأخرة بعد ذلك حوالى عام ٢٠٠٧، قبل فترة قصيرة من وفاته، كتب جرامليتش "إن سوق القروض عالية المخاطر، رغم كل ما بها من عيوب صغيرة، تعتبر تطوراً مبشراً، يسمح للمقترضين ذوى الدخول المنخفضة وللأقليات أن يشاركوا فى أسواق الائتمان"[٢].

أما ما يفتقده تحليل جراميلتش، وكذلك تحليل زملائه من صناع السياسات فهو تقييم ما يدل عليه التدهور فى معايير الإقراض بالنسبة للاقتصاد فى مجموعه. ومع الاقتناع التام بأن النظام المالى مستقر بحكم طبيعته، فإنهم كانوا يعتبرون المشاكل فى سوق الإقراض عالى المخاطر كموضوع يتعلق بأكمله بالاقتصاد الجزئى، وكان موضع القلق الرئيسى هو أن الائتمان سيستمر فى التدفق على العائلات ذات الدخول المنخفضة والمتوسطة. أما مقرضو الرهون، حتى مع إطراء نقادهم للدور الذى يقومون به فى الاقتصاد، فلم يكن لهم أن يقلقوا بشأن تدخل أى شخص فى واشنطن فى عملهم. وطبقاً لأفضل تقاليد القرن التاسع عشر، فإن فقاعة الإسكان وجنون الإقراض عالى المخاطر ستترك لتتخذ مسارها المعهود.

---

(١) تصريحات المحافظ إدوارد م. جراملتش. ***Remarks by Governor Edward M. Gramlich, made at the Financial Services Roundtable Annual Housing Policy Meeting, Chicago, Illinois, May 21, 2004***

(٢) ورقة بحثية. ***Edward Gramlich, "Booms and Busts: The Case of Subprime Mortgages," paper for Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust Economic Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 30-September 1, 2007***

الفصل العشرون

فى المـأزق الأساسى

كان تدهور معايير الائتمان يبدو مقلقًا بشكل مألوف، لأى من الأشخاص الذين ألفوا افتراضات مينسكى بشأن عدم الاستقرار المالى. وكان اقتصاد الولايات المتحدة يمرّ بِفوْرة ازدهار ائتمانى من النوع الذى عادة ما يصاحب الاقتصادات ذات الإدارة السيئة فى أمريكا اللاتينية وفى أجزاء من أوروبا الشرقية، وهى السياسة النقدية المفرطة فى التراخى التى كشفت عن فقاعة عقارية متماسكة ذاتيًا إلى جانب عربدة ائتمانية غير مسئولة. ولفترة ما، على أى حال، أدى استمرار الصعود فى أسعار المساكن إلى إخفاء الفساد. ولم يكن معظم كبار صناع السياسات فى الاحتياطى الفيدرالى وفى إدارة بوش قد سمعوا أى شىء عن مينسكى *Minsky*، أو ربما إذا كانوا قد سمعوا، سيكونون قد استبعدوه باعتباره نذيرًا – ولم يكن هذا ليدهشه. فقد كتب مينسكى "عندما تبدأ الأزمة المالية السابقة فى التراجع فى الوقت المضبوط فإن من الطبيعى لرجال البنوك المركزية والمسئولين الحكوميين، ورجال البنوك، وأصحاب الأعمال، بل وحتى الاقتصاديين أن يعتقدوا أن حقبة جديدة قد جاءت، وأن التحذيرات الجوفاء بأنه لم يحدث تغيير أساسى فى أى شىء، وأن هناك نقطة مالية حرجة ستؤدى إلى كساد عميق، تم بالطبع تجاهلها فى هذه الظروف"(١).

---

(1) Minsky, Stabilizing an Unstable Economy, 233

إن انتشار التسامح بشأن الاقتصاد لم يكن مجرد قصر نظر مدمِّر، على الرغم من أن ذلك بالتأكيد قد لعب دورًا. وفيما بين صناع السياسات، وكبار التنفيذيين فى وول ستريت. والاقتصاديين كان هناك أيضًا اقتناع بأن حالات التقدم فى التكنولوجيا المالية قد مكّن البنوك وغيرها من المقرضين من إدارة مخاطر أعمالٍ بدرجة أكبر فعالية عما كانوا يقومون به فى الماضى. ومن خلال تسنيد *Securitizing* القروض بدلاً من الاحتفاظ بها فى ميزانياتها، تمكنت من توزيع المخاطر الائتمانية للمستثمرين، عن طريق تطبيق الأدوات الرياضية الجديدة، أصبح يمكنها التحديد الدقيق لمدى المخاطر التى تبقت فى دفاترها، كما أنه من خلال شراء وبيع المشتقات الجديدة أصبح يمكنها استخدام السوق لتغطية تعرضاتها.

وفى شهر يونيه ٢٠٠٦، أى بعد خمسة شهور من شغل بن برنانكى *Ben Bernanke* للمنصب الذى كان يشغله ألان جرينسبان فى رئاسة الاحتياطى الفيدرالى الأمريكى، لاحظ بن برنانكى أن قرارات الإقراض فى البنوك فى الماضى كانت تعتمد على التقديرات الشخصية لموظفى الإقراض(١). "أما اليوم، فإن إقراض التجزئة قد أصبح أكثر روتينية نظرًا لازدياد مهارة البنوك فى التنبؤ بمخاطر التعثر من خلال تطبيق النماذج الإحصائية على البيانات، مثل درجات الائتمان" واستمر برنانكى قائلاً "وتتضمن الأدوات الأخرى نماذج تصنيف الدين الداخلى المملوك وبرامج الطرف الثالث التى تستخدم بيانات السوق لتحليل مخاطر التعرض بالنسبة للمقترضين من الشركات التى تصدر أسهمًا". ومع بقاء التحديات، اختتم بن برنانكى حديثه قائلاً "إن المنظمات المصرفية من كافة الأحجام قد قطعت خطوات واسعة فى خلال العقدين الماضيين من ناحية قدرتها على قياس وإدارة المخاطر".

---

(1) Ben Bernanke, "Modern Risk Management and Banking Supervision," remarks at the Stonier Graduate School of Banking, Washington, D.C., June 12, 2006

لا يمكن لأى شخص أن يعترض على النقطة التى أثارها برنانكى عندما ذكر أن وول ستريت قد أصبح يهتم بالكم بدرجة أكبر، وأن إدارات البحوث والمخاطر فى المؤسسات المالية الكبرى أصبحت تعج بالفيزيائيين وعلماء الرياضيات التطبيقية، والإحصائيين. إلا أن الدور السليم للنماذج الإحصائية هو المساعدة للإستراتيجية الشاملة لضبط المخاطر، وليس القيام بدور البديل لها. وفى كثير من البنوك، وبنوك الاستثمار كانت الأساليب الكمية تستخدم لترشيد الزيادة المفرطة فى الرافعة. وعن طريق تكييف النماذج كما هو مطلوب، كان من الممكن من الناحية العملية تقديم أى زيادة فى الإقراض باعتبارها "آمنة".

إن الوجود الفعلى للنماذج يعطى أيضًا لكبار رجال المصارف وصناع السياسات إحساسًا زائفًا بالأمان. كما أن إدارة المخاطر، وهى نظام طويل المدى وغير دقيق وتخمينى، يبدو أنها قد تحولت إلى علم بحت. وقد أدى وجود كثير من الضباب الناشئ عن المختصرات ***Acronyms*** والرموز الرياضية إلى غموض ما كان يجب أن يكون واضحًا – كان كثير جدًا من المؤسسات المالية يقوم بالإقراض بكثافة فى سوق العقارات المفرط فى سخونته. وعلى غرار الطيارين على طيارة حديثة، أصبح المنظمون وكبار التنفيذيين فى وول ستريت، يعتمدون على الحاسبات الإلكترونية ليتعرفوا منها على أية أخطاء. وعلى أية حال، فإن نظم إدارة المخاطر المستخدمة فى منشآت مثل سيتى جروب ***Citigroup*** واتحاد البنوك السويسرية ***UBS*** وميريل لينش ***Merrill Lynch*** لها سجلات أقصر كثيرًا من سجلات الطيارين الآليين، وتبين فيما بعد أنها أضعف كثيرًا من إمكان الاعتماد عليها. وعندما يقع اضطراب شديد، يتوقف كثير من هذه الأجهزة عن العمل.

إن التقييم الواقعى للمخاطر التى تواجه النظام المالى للولايات المتحدة كان يجب أن يبدأ بنظرة فاحصة ودقيقة إلى بعض عمليات تسنيد وول ستريت التى

كانت تشهد اضطرابات كبيرة. وقد فشلت كل من منشآت وول ستريت ووكالات التصنيف الائتمانى فى أن تسبر المنطق الذى يقوم عليه تجميع القروض متدنية التصنيف وعالية المخاطر. وفى أى مجموعـة مـن الأصـول، أسهمًا كانت، أم صندوق استثمار مشترك، أم السندات المعززة برهون المساكن ***RMBS***، تعتمد فوائد التنويع على أن يكون تنويع الأصول حقيقيا وصادقًا، ومن الناحية الإحصائية، فمن الضرورى أن تكون فيما بينها درجة من الارتباط. وقد كانت القروض متدنية التصنيف وعالية المخاطر التى استخدمت فى تسنيدات الرهون غير متنوعة على الإطلاق. وكان معظمها يقع فى مناطق الفقاعات، مثل كاليفورنيا، ونيفادا، وفلوريدا، وكان المقترضون قد حصلوا على جميع هذه القروض بتصنيف ائتمانى منخفض.

إن الجمع بين مائة رهن ٢٨/٢ من فورت لودرديل ***Fort Lauderdale*** ومائة قرض ٢٨/٢ من لاس فيجاس ومائة ثالثة من أورانج كونتى ***Orange County*** لم يقدم أى تنويع حقيقى للمخاطر، ولكنه ببساطة أدى إلى الجمع بين المتشابهين وبعضهم البعض. وقد قال لى رئيس إحدى منشآت الاستثمار بوول ستريت بعد فترة وجيزة من وقوع كارثة الديون عالية المخاطر "إن أفضل طريقة يمكننى أن أصف بها ما حدث هى هذه الطريقة: إنك إذا أخذت مئات من السكارى الذين يترنحون فى الشارع وجعلتهم يضعون أذرعتهم تحت أكتاف بعضهم البعض ويضمون أيديهم، فإنك عندئذ تكون قد اعتمدت على حقيقة واحدة وهى أنهم يتمايلون فى اتجاهات مختلفة للمحافظة على أن يظلوا واقفين على أقدامهم. وهكذا فأنت تطلق على هذا سندًا ***AAA***، ممتازًا".

إن إحدى الطرق الأكثر رسمية لبيان النقطة نفسها هى القول بأن السندات المعززة برهون المساكن ***RMBS's*** والالتزامات بديون مضمونة ***CDOs*** تحمل فى

طياتها قدرًا هائلاً من "المخاطر" النظامية *Systematic risk*. أما بالنسبة لسندات الشركات فإن عامل المخاطر النظامى الرئيسى هو حالة الاقتصاد: فإذا ما أصابه الركود، تهبط إيرادات معظم الشركات. وفى حالة سندات الرهون يكون العالم الكبير فى المخاطر النظامية هو حالة سوق الإسكان. ويؤدى ضم الرهون متدنية التصنيف وعالية المخاطرة إلى تضخيم التعرض لهذه المخاطر بدلاً من تقليصه. وقد كان معظم مقترضى الديون متدنية التصنيف يأملون فى إعادة تمويل قروضهم فى ظرف سنتين، إلا أن قدرتهم على القيام بذلك كانت تعتمد على استمرار الارتفاع بطريقة صحيحة. وإذا ما توقفت الأسعار عن الارتفاع أو بدأت – لا قدَّر الله – فى الهبوط، فإن المقترضين لن يتمكنوا من تكوين رأس مال مملوك قبل إعادة تسوية القروض. وبالنسبة لكثير منها ستكون تكلفة إعادة التمويل شديدة الارتفاع. ومع وجود ملايين من أصحاب المساكن يواجهون ارتفاعًا كبيرًا فى أقساطهم الشهرية، فلن يمكن تجنب وجود سلاسل متلاحقة من حالات التعثر وحبس الرهون.

وفى هذا السيناريو، فإنه لا يمكن القول بأن حملة السندات الممتازة والأعلى من الممتازة سيكونون فى أمان؛ لأن الشرائح التابعة *subordinate tranches* كانت ضئيلة جدًا بحيث يمكن تقديم حماية أكبر. وفى عملية التسنيد المعززة برهون المساكن المعتادة *RMBS Securitization*، لا تمثل الشرائح البينية *Mezzanine* وشرائح الملكية *equity* سوى أقل من ١٠% معًا من رصيد الأصل للرهون القائمة؛ أى أن أكثر من ٩٠% من السندات فى العملية من المراتب الممتازة والعليا[1]. والهدف من وراء هذا الهيكل هو عزل الأوراق الممتازة عن الصدمات الصغرى – وليس الانقلاب الرئيسى فى سوق الإسكان. وإذا ما بدأت حالات التعثر فى الازدياد، سيتم سريعًا التخلص من حملة الشرائح البينية والشرائح

---

(1) Ashcraft and Scheurmann, "Understanding the Securitization," 30

الدنيا ***Junior***، وسيظل باقى المستثمرين الذين كانوا يحسبون أنهم يحملون سندات ديون من الطبقات العليا، ليتحملوا عبء الخسائر.

لم يكن أى من تلك المعلومات خافيًا على أحد؛ إذ أنه مع كل عملية تسنيد للرهون تقوم منشأة وول ستريت المكلفة بالعملية بإصدار بيان مطول يورد كافة التفاصيل عن هيكل التبعية ***subordination*** للسندات المصدرة، وطبيعة القروض التى تقوم عليها، وغير ذلك من المخاطر المتضمنة فى الاستثمار. وعلى سبيل المثال، فإن نشرة الاكتتاب التى أصدرتها شركة جولدمان ساكس لصندوقها: ***GAMP TRUST 2006-NC2*** كانت تقول إنها تصدر سندات رهون معززة بمبلغ ٨٨٢ مليون دولار، منها ما قيمته ٧٠٠ مليون دولار صنفتها شركتا ستاندارد آند بورز وموديز بدرجة ***S&P & Moody*** ***"AAA/Aaa"***. وهناك ما قيمته ١٢٤ مليون دولار من السندات التى صنفتها الشركات بدرجة ***"AA"*** أو ***"A"***. وسندات أخرى بقيمة ٣٠ مليون دولار تم تصنيفها فيما يتراوح بين ***"BBB+/Baa"*** و ***"BBB+/Baa"***. وتم تصنيف ٢٫٧ مليار أخرى بأقل من ***"-BBB"***. وفى هذا الطرح بصفة خاصة، بلغت نسبة الشرائح البينية وشرائح الملكية أقل من ٧% من إجمالى الطرح، مما جعل منها شريحة حماية شديدة النحافة بدرجة مفرطة.

وبدلاً من قيد أصحاب المساكن الأفراد أو الممتلكات الفردية فى مجموعة معينة من الرهون المتدنية عالية المخاطر، قدمت النشرات والبيانات ملخصًا للتفاصيل. وكانت نسبة تبلغ ٩٠% من الرهون الأربعة آلاف الموجودة فى صندوق ***GSAMP TRUST*** من القروض ذات أسعار الفائدة القابلة للتعديل، وأكثر من ٥٠% منها كان ملحقًا بها شرط دفع قيمة القرض فى قسط واحد وهو ما يسمى ***balloon payment***، ونحو ٣٨% منها كان بها نسب للقروض مقابل القيمة ***Loan-to-value rations*** تزيد على ٨٠% – وكافة المؤشرات موضع التساؤل عن جودة الائتمان.

وقد اعتمد معظم المستثمرين على وكالات التصنيف الائتمانى – ولم يعبئوا بالتفاصيل. وكانت صناديق التحوط هى المقصد الذى يتوجه إليه المشترون والشغوفون بشراء معظم الشرائح الدنيا لسندات المساكن المعززة بالرهون عالية المخاطر ***RMBS*** والالتزامات بديون مضمونة ***CDOs*** والتى قدمت عوائد جيدة. أما صناديق الاستثمار المشترك، وأوقاف الجامعات، وكثير من المستثمرين الأجانب فقد اجتذبتهم الأوراق الأعلى تصنيفًا، والتى حملت التصنيف نفسه للسندات التى أصدرتها شركة إكسون موبيل ***Exxon Mobil*** وجونسون آند جونسون ***Johnson & Johnson***. وفى كثير من الحالات، كانت الأجزاء الأكثر صعوبة فى عمليات التسنيد للأسواق هى السندات الوسطى (البينية ***mezzanine***)، والتى ليس لديها تصنيف ائتمانى إسترلينى، أو لديها عائد مرتفع بشكل خاص، ولحل هذه المشكلة، أتى وول ستريت بالفكرة العبقرية الخاصة بالالتزامات بالديون المضمونة من "الدرجة البينية" "***mezzanine CDOs***" وهى التزامات بديون مضمونة مكونة من الحقوق الدنيا لسندات رهون أخرى. وعن طريق التضمين الحكيم لشرائح من كثير من مختلف سندات المساكن المعززة بالرهون عالية المخاطر ***RMBSs***، ومن خلال بناء هامش داخلى إضافى كاف أصبحت المنشآت الاستثمارية قادرة على إقناع وكالات التصنيف بإعطاء درجة ***AAA*** لكثير من هذه الالتزامات المضمونة. وحتى بموجب معايير وول ستريت، فإن هذا يعتبر خدعة بارعة.

وإذا كان كل هذا يبدو كالكيمياء، فإنه كان فعلاً كذلك. ولكنه كان على النقيض مما حدث فى أثناء فقاعة ***dot-com***، إذ أنه لم يكن بصفة مطلقة موضوعًا يتعلق بقيام مجموعة من رجال بنوك الاستثمار الحاقدين بدَسٍّ سندات عديمة القيمة على المستثمرين السذّج. ومع استمرار ازدهار عملية التسنيد ***Securitization*** فى عام ٢٠٠٦ وأوائل عام ٢٠٠٧، تحول بعض كبار حملة سندات المساكن المعززة بالرهون عالية المخاطر ***Subprime RMBSs*** والتزامات الديون المضمونة ***CDOs*** فى نهاية الأمر إلى البنوك الحقيقية وبنوك الاستثمار التى خلقت هذه الأدوات.

وبالطبع، لم يكن قصدهم أن يحدث ذلك. وقد حدث بعض ما حدث من خلال ظلال النظام المصرفى. وكانت بعض أدوات الأغراض الخاصة ووسائل الاستثمار المهيكلة ***SIVs***، التى أنشئت خارج الميزانية من جانب بعض المنشآت مثل مجموعة سيتى جروب تعمل فعلاً كبنوك متناهية الصغر، فقد كانت تصدر قروضًا قصيرة الأجل للمستثمرين، كما كانت تستخدم النقد الذى تحصل عليه فى شراء أصول طويلة الأجل من شركاتها الأم؛ مثل: سندات الرهون، وقروض الشركات، وقروض السيارات المسندة ***securitized car loans***. وكانت الأرقام التى يتضمنها ذلك تتسم بالضخامة؛ ففى أغسطس ٢٠٠٧ بلغت وسائل الاستثمار المهيكلة ***SIVs*** المرتبطة بالمؤسسات المالية الكبرى ما يزيد على ٣٠٠ مليار دولار من الأصول، طبقًا لما نشرته مجلة ***Moody's Investors Service***. بينما بلغت أصول وسائل الاستثمار المهيكلة المرتبطة بمجموعة سيتى جروب وحدها بنحو ١٠٠ مليار دولار.

ومن الناحية القانونية: فإن هذه الشركات الصغرى كانت كيانات مستقلة وكانت من الناحية الاقتصادية لا تزال ملتحقة بآبائها، مثلما يفعل الطلبة الأثرياء فى الكليات. ولكى يتم تقديم بعض الاطمئنان للمستثمرين بشأن شراء الأوراق قصيرة الأجل التى تصدرها أدوات الاستثمار المهيكلة ***SIVs***، فإن المنشآت الراعية كانت تقدم لها خطوط ائتمان مضمونة، يمكنها السحب عليها حسب الحاجة. على أن أصول وخصوم وسائل الاستثمار المهيكلة ظلت جزءًا من الماليات الشاملة لعائلاتها – حتى إذا رفض الآباء قبول ذلك. (وبعيدًا عن الهامش الشاذ، فإن الحسابات العامة لمجموعة سيتى جروب، وبنك أوف أمريكا، وغيرها من البنوك الكبرى الأخرى لم تقم بالإشارة إلى وسائل الاستثمار المهيكلة وغيرها من الوسائل الموجودة خارج الميزانية التى قامت بإنشائها).

وقد ساعد نمو نظام مصارف الظل على إخفاء التعرضات التى أدت إلى قيام البنوك الكبرى برهن سندات وغيرها من الأوراق المعززة بالأصول، ولكنها لم تكن الوسيلة الوحيدة التى غرر بها وول ستريت الجمهور (بل وذاته) بشأن وضعها الحقيقى. ومع استمرار فورة ازدهار عمليات التسنيد، اتجه كثير من كبرى منشآت وول ستريت مثل ميريل لينش واتحاد البنوك السويسرية ***UBS*** نحو الامتلاك المباشر لكثير من سندات المساكن المعززة بالرهون ***RMBSs*** والتزامات الديون المضمونة ***CDOs*** التى قامت مكاتب التداول المملوكة لها بإنشائها. وهكذا أكلت هذه المنشآت مما طبخته بنفسها، وأدى إلى تسممها.

وقد مضت العملية بالشكل التالى: مع ازدياد عرض أوراق الديون المتدنية عالية المخاطر، انخفضت علاوات أسعار الفائدة على السندات المتدنية عالية المخاطر ***Sub prime bonds***. وفيما بين عامى ٢٠٠١ و ٢٠٠٣، كان العائد على سندات المساكن المعززة برهون عالية المخاطر ***RMBSs*** يتراوح ما بين ٢% و٣% (أى من مائتى نقطة إلى ثلاثمائة نقطة أساسية) وهو ما يزيد على سعر الفائدة على الطبقة العليا من سندات المساكن المعززة برهون ***prime RMBSs***: ولكن فى الفترة بين ٢٠٠٤-٢٠٠٦، انخفضت الفجوة إلى ما بين ١% و ٢% أى (ما بين مائة ومائتين نقطة أساسية). وفى أسواق الائتمان كل نقطة أساسية لها حسابها. ومع تقلص الهوامش، بدأ المستثمرون يتوقفون فجأة عن شراء كميات كبيرة من الأوراق الخاصة بالتصنيف المتدنى عالى المخاطر، وخاصة الشرائح العليا الممتازة، التى تحمل أقل أسعار للفائدة. وبدلاً من أن تعمل منشآت وول ستريت على تخفيض أعداد عمليات التسنيد للأوراق متدنية التصنيف وعالية المخاطر التى كانت تقوم بها، وهو ما كان سيعنى التخلى عن الرسوم العالية والعلاوات الخاصة بالضمان والتأمين، فإنها استمرت فى تسويق سندات المساكن المعززة بالرهون ***RMBSs*** والتزامات الديون المضمونة ***CDOs*** بكميات ضخمة.

ولإتمام الصفقات، على أية حال، فإن بعضًا من تلك المنشآت كان مضطرًا إلى الاحتفاظ بالأوراق الخاصة بالشرائح العليا والممتازة التى لم يكن فى الإمكان بيعها إلى مستثمرين آخرين.

وفيما بين فبراير ٢٠٠٦ وسبتمبر ٢٠٠٧، لم يتمكن مكتب اتحاد البنوك السويسرية *UBS*، الذى كان معتادًا على بيع كافة ما يصدره من التزامات الديون المضمونة *CDOs*، من بيع ما أصدره وتراكم لديه وهو ما قيمته ٥٠ مليار دولار من أصول الرهون[١]. كما أن بنك الاستثمار التابع لمجموعة سيتى جروب *Citigroup* الذى كان قد توسع فى نشاطه الخاص بالتزامات الديون المضمونة تراكم لديه ما يزيد على ٥٠ مليار دولار من الشرائح الممتازة والعليا[٢]. أما ميريل لينش الذى كان القائد فى إصدار التزامات الديون المضمونة *CDOs* فقد تراكم لديه ما يزيد على ٤٠ مليار دولار من الرهون وسندات الرهون[٣]. كما أن منشآت وول ستريت الأخرى مثل مورجان ستانلى وليمان *Lehman* فقد تراكمت لديها كميات أصغر وإن كانت ما تزال كبيرة وتمثل تعرضات رهون لها قدرها.

وفى أواخر عام ٢٠٠٦، كانت أسعار المساكن تتهاوى فى كثير من أرجاء البلاد. ومع ذلك، فإن بعض المنشآت مثل سيتى جروب وميريل واتحاد البنوك السويسرية رفضت تخفيض حجم أعمالها فى الرهون. بل إن بعضًا منها توسعت فيها أكثر. وفى أبريل ٢٠٠٧، قدم مكتب الالتزامات للديون المضمونة لاتحاد البنوك السويسرية *UBS's CDOs* نظرة متشائمة عن سوق رهون المساكن متدنية التصنيف وعالية المخاطر إلى إدارة المنشأة، ولكنه بعد فترة قصيرة طلب الإذن

---

(١) انظر *"Shareholders Report on UBS Write-Downs," UBS, April 18, 2008*

(2) Citigroup Earnings Release, 4th quarter 2007, January 15, 2008

(3) Susan Pulliam, Serena Ng, and Randall Smith, "Merrill Upped Ante as Boom in Mortgage Bonds Fizzled," Wall Street Journal, April 16, 2008, A1

بزيادة حيازاته من السندات الممتازة العليا. وفى أثناء النصف الأول من عام ٢٠٠٧، أنشأت ميريل لينش نحو ٣٠ مليار دولار من التزامات الديون المضمونة *CDOs*، وهو ما حافظ على بقائها فى المركز الأول فى ترتيب وول ستريت. ولكن المنشأة لم توضح علنًا أنها قد لجأت إلى إنقاذ بعض من صفقاتها الذاتية، كما لم تفعل ذلك أى من المنشآت الأخرى التى كانت تقوم بالشىء نفسه. وفى ١٧ يونيه ٢٠٠٧ أعلنت ميريل عن أرباح ربع سنوية بلغت ٢,١ مليار دولار، بزيادة تعادل ٣١% مقارنة بأرباحها عن نفس الفترة من عام ٢٠٠٦. وفى مذكرة إلى موظفى منشأة ميريل لينش أشار التنفيذى الرئيسى ستان أونيل إلى حقيقة أن الظروف فى سوق التزامات الديون المضمونة *CDO* قد أصبحت أكثر صعوبة وعبر عن ثقته فى قدرة المنشأة على تحملها. وقال أونيل "لقد عكس ربع السنة أكثر من أى شىء آخر فوائد إحدى الحقائق البسيطة والمهمة فى نفس الوقت: إننا نتجه نحو إدارة المخاطر ونشاط السوق يوميًا فى هذه الشركة. وهذا هو ما يريده العملاء ويدفعون نقودهم لنا لنعمله، وكما تعلمون جميعًا، فإننا نجيد العمل الذى ترغبونه"(١).

إن أساليب إدارة المخاطر التى تتبعها شركة ميريل وكثير من المنشآت المالية الكبيرة قد اعتمدت بشدة على نماذج القيمة المعرضة للمخاطر ***Value at Risk (VAR)*** والتى يعود تاريخها إلى التسعينيات من القرن الماضى، عندما كان يتم ترويجها كوسيلة لتجنب تكرار الانفجارات المالية السابقة، مثل انهيار بارنجز بانك(*) ***Barings Bank*** وإفلاس أورانج كاونتى(**) ***Orange County***. ويرجع أساس جاذبية منهجية القيمة المعرضة للمخاطر ***VAR*** (أو "***VaR***") إلى بساطتها ودقتها

---

(1) *Jenny Anderson, "Merrill Painfully Learns the Risks of Managin Risk," New York Times, October 12, 2007*

(*) كان انهيار بنك بارنجز نتيجة إفراط فى الاستثمار فى المشتقات، وضعف فى الحوكمة (المترجم).

(**) مقاطعة أورانج بكاليفورنيا أعلنت إفلاسها فى عام ١٩٩٤ نتيجة المضاربة على المشتقات.

الظاهرة. وباتباع سلسلة خطوات مباشرة. إلى حد ما، فإن إدارة مخاطر السوق لأى بنك يمكنها أن يقدم إلى الإدارة تقديرات مضبوطة بالدولار عن خسائر المنشأة فى ظل أسوأ سيناريو. وعلى سبيل المثال، ففى تقريره السنوى لعام ١٩٩٤ كشف جى بى مورجان **J.P. Morgan**، وهو أحد الرواد فى منهجية القيمة المعرضة للمخاطر **VAR**، بأن قيمة التعرض للمخاطر يوميًا[١]، فى دفتر تداولاته اليومية، بلغت ١٥ مليون دولار عند مستوى ثقة ٩٥%، وهو ما كان يعنى أن احتمالات خسارته أكثر من ١٥ مليون دولار فى أى جلسة تداول كانت أقل من ١/٢٠.

وبالإضافة إلى تقديم لمحة خاطفة عن الأخطار التى واجهتها منشأة مثل منشأة مورجان، فقد قدم نموذج القيمة المعرضة للمخاطر **VAR** طريقة لرقابة التغيرات فى المخاطر. وعلى سبيل المثال، فإن البنك عندما يبيع بعض سندات الخزانة ويشترى بعض أسهم التكنولوجيا سريعة التذبذب، فإن القيمة المعرضة للمخاطر ترتفع لديه بمبلغ معين، ١٠ مليون دولار مثلاً، وهو ما يعطى إدارته قراءة دقيقة عن كيفية ازدياد المخاطر الإضافية، "وبالمقارنة مع مقاييس المخاطر التقليدية، فإن القيمة المعرضة للمخاطر **VaR** تقدم رؤية إجمالية لمحفظة المخاطر التى تتصل بالرافعة، والارتباط المتبادل، والمراكز الحالية"[٢]. هذا ما كتبه فيليب جوريون **Philippe Jorion** الأستاذ بجامعة كاليفورنيا، إيرفين، فى كتابه الصادر عام ١٩٩٦ بعنوان "القيمة المعرضة للمخاطر **Value at Risk**: المقياس الجديد للسيطرة على مخاطر السوق **The New Benchmark for Contorting Market Risk**" وهو ما ساعد على زيادة شعبية المنهجية: "ونتيجة لذلك، فإنها بحق مقياس ينظر إلى المخاطر المقبلة".

---

(1) Philip Jorion, Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk, 2nd ed. (New York: McGraw-Hill, 2000), 107

(2) Philip Jorion, Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk, 2nd ed. (New York: McGraw-Hill, 2000), xxii

وطبقًا لما معروف فى وول ستريت، فإن فكرة القيمة المعرضة للمخاطر نشأت فى أواخر الثمانينيات من القرن العشرين، عندما قام الراحل السير دنيس ويذرستون رئيس مجلس إدارة جى بى مورجان البريطانى المولود عقب انهيار سوق الأوراق المالية فى عام ١٩٨٧ بطلب إلى رؤساء الأقسام كى يضعوا معًا ملخصًا فى صفحة واحدة يجيب على السؤال "كم يمكن أن نخسر فى تداولات محفظتنا فى نهاية عملنا غدًا؟". وقد تمكن المحللون الكميون من التوصل إلى طريقة إحصائية تقدم إلى سير دنيس المعلومات التى يريدها، وبدأت المؤسسة فى استخدامها فى تقرير الساعة الرابعة والرعب اليومى. وفى بداية سنوات التسعينيات بدأ جى بى مورجان فى تسويـــق الطـــريقـــة، التى أطلق عليها "*Risk Metrics*" أو مقاييس المخاطر، للمنشآت المالية الأخرى. وفى عام ١٩٩٥ أصدر جى بى مورجان دليلاً فنيًا على شبكة الإنترنت كان أساسًا فى إنشاء مقاييس المخاطر *Risk Metrics* باعتبارها معيار الصناعة بالنسبة لوضع نماذج قيمة التعرض للمخاطر "*VAR*". وقد قامت البنوك الكبرى الأخرى مثل مجموعة سيتى جروب *Citigroup* وبانكرز ترست *Bankers Trust*، التى استحوذ عليها بنك دويتش *Deutshce Bank* بوضع نماذج مماثلة لقياس المخاطر فى الوقت نفسه تقريبًا الذى قام فيه بنك مورجان بوضع نموذجه أو ربما قبله، ولكن منهجية جى بى مورجان *J.P. Morgan* هى التى حظيت بالشهرة.

بل إنه حتى المنظمين وواضعى اللوائح قد أيدوها. وفى عام ١٩٩٦، ذكر بنك التسويات الدولية *Bank for International Settlements* ، الموجود فى بازل بسويسرا، أن البنوك ينبغى أن يسمح لها باستخدام نماذجها الخاصة بالقيمة المعرضة للمخاطر *VAR* لحساب مقدار رأس المال الذى تحتاج إلى حيازته كاحتياطى. وفى ظل النظام القديم، كانت الحكومات هى التى تأمر البنوك ببساطة بالاحتفاظ بمستوى معين من رأس المال. أما الآن فقد سمح المنظمون للمنشآت

بالاحتفاظ بقدر أقل من رأس المال إذا ما أظهرت النماذج الخاصة بالقيمة المعرضة للمخاطر (*VAR*) أنها لا تتعرض لقدر كبير من المخاطر. وقد تم إدخال هذا النظام الخاص بمتطلبات رأس المال "على أساس المخاطر *risk – based*" في اتفاق البنوك بازل ٢ لعام ٢٠٠٤، والذى وافقت حكومات معظم الدول المتقدمة، بما فيها الولايات المتحدة، على استخدامه أساسًا لنظمها اللائحية.

إن نماذج القيمة المعرضة للمخاطر *VAR* قدمت (وما تزال تقدم) بعض المعلومات القيّمة. "وهى تساعدك على ما ينبغى أن تتوقع حدوثه على أساس يومى فى بيئة مماثلة تقريبًا"(١). كان هذا هو ما قاله دافيد فينيار *David Viniar*، المسئول المالى الرئيسى لشركة جولدمان ساكس لصحيفة نيويورك تايمز. ولسوء الحظ، فإن نموذج القيمة المعرضة للمخاطر لا يتناسب مع المهمة التى تخصص فيها القائمون بترويجها؛ وهى منع الكوارث المالية. والمشكلة فى جزء كبير منها لا تعدو أن تكون متعلقة بالمفهوم، وتتعلق بوهم أو تصور القدرة على التنبؤ. فإذا ما كانت المخاطر تعرّف بأنها فرصة حدوث شيء ما مدمّر فى الفترة بين الوقت الحاضر وتاريخ معين، فإنه من المستحيل تحديد مقدارها بدرجة صحيحة؛ لأن المستقبل، كما قال كينز وآخرون، بحكم أصله غير قابل للتنبؤ. وهناك طرق لا حصر لها تفيد بأن الأشياء السيئة يمكن أن تحدث، وبعضها غير معروف أو غير مستحسن فى الوقت الحاضر. وليس هناك نموذج إحصائى، مهما كانت درجة دقته، يمكن أن يأمل فى تحديد أكثر من بضعة احتمالات.

وقد تجنب المدافعون عن القيمة المعرضة للمخاطر *VAR* هذه المشكلة عن طريق إعادة تعريف المخاطر باعتبارها التذبذب وافتراض أن المستقبل سيشبه التاريخ القريب. وفى أبسط صياغة للقيمة المعرضة للمخاطر *VAR* والتى تتضمن

---

(1) Joe Nocera, "Risk Mismanagement," New York Times Magazine, January 2, 2009

محفظة تتكون من طبقة واحدة من الأصول، فإن واضع نموذج المخاطر يستدعى بعض البيانات وينظر فى المدى الذى قفزت به المحفظة فى الماضى، ربما عن طريق حساب الانحراف المعيارى لها. بينما تتضمن الخطوة التالية إدخال شبح لويس باكليير ***Louis Bachelier*** – وهنا يدخل وهم القدرة على التنبؤ – وافتراض أن التحركات اليومية فى الأسعار المالية تتبع شكل منحنى الجرس، أو التوزيع الطبيعى، الذى يضع الأرقام المضبوطة على أساس احتمالات الأحداث غير المحتملـــة. (على سبيل المثال، فى أى جلسة تداول يكون احتمال ارتفاع سهم ما أو انخفاضه بأكثر من ثلاثة أمثال انحرافه المعيارى هو ٠,٠٠٣، أقل من ١ فى ثلاثمائة). وهكذا يكون عمل المحلل قد تم فعلاً: ومع بعض العبث مع الحاسب الآلى، يظهر الرقم النهائى لقيمة تعرض الدولار للمخاطر على الشاشة.

وتتكون معظم المحافظ من أكثر من أصل واحد، وهو ما يزيد عملية الحساب تعقيدًا، والتعقيد الآخر هو وجود "الذيول السمينة ***fat tails***"(*). مع بداية القرن الجديد (الحادى والعشرين) أصبح معظم الاقتصاديين يقبلون حجة بينوا ماندلبرو ***Benoit Mandelbrot***؛ وهى أن التحركات الكبيرة فى الأسواق المالية كثيرة التكرار بدرجة أكبر مما يتنبأ به منحنى الجرس. ولتناول هذه المشكلة، لوحظ أن بعض القائمين بوضع نمـــاذج القيمـــة المعرضـــة للمخـــاطر (***VAR***) قد استخدموا توزيعات مختلفة للاحتمالات، أو هكذا كانوا يدّعون، بينما سعى بعضهم الآخر إلى تجنب استخدام أى توزيعات للاحتمالات على الإطلاق، اعتمادًا على حالات المحاكاة التاريخية. وقد كان تقدير مقاييس المخاطر ***Risk Metrics*** لسرعة التذبذب موضوعًا على أساس أسلوب فنى يطلق عليه التسوية الأُسيَّة ***exponential smoothing*** واعتمد بعض واضعى نماذج القيمة المعرضة للمخاطر

(*) رسم بيانى يتكهن باحتمالات أكبر لحركة كبيرة فى الأسعار من تلك التى تم التكهن بهـــا مـــن خلال توزيع عادى (المترجم).

VAR على طريقة إحصائية معقدة تعرف باسم "جارتش" *GARCH*؛ وهى اختصار لاسم الطريقة (*generalized autoregressive conditional heteroskedasticity*). ومع ذلك، فإن آخرين قد استخدموا محاكاة مونت كارلو، وهى عبارة عن أسلوب عشوائى لأخذ العينات قام بوضعه علماء الطبيعة الذرية الذين كانوا يعملون فى لوس ألاموس *Los Alamos* فى سنوات الأربعينيات من القرن الماضى.

وقد أدى اللعب الدائر بنماذج القيمة المعرضة للمخاطر *VAR* إلى انشغال المحللين الكميين. ولم يؤد إلى حل المشكلة الأساسية وهى محدودية استخدام البيانات التاريخية فى التنبؤ بالتحركات المستقبلية فى الأسواق، وخاصة التحركات المتطرفة. وتكاد تكون جميع النماذج الإحصائية استقرائية أساسًا، فهى تأخذ البيانات الماضية وتتنبأ بالمستقبل منها. وهذا يمكن أن يكون مفيدًا فى بعض الظروف، بينما يكون شديد الضرر فى حالات أخرى. وفى خلال فترة مثل الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦، عندما كانت الأسواق هادئة بشكل غير عادى، فإن أى نموذج كان يمكنه فعلاً أن يفهم "مخاطر الذيل *tail risk*" الناشئة عن التحرك الكبير فى اتجاه أو آخر. ولم تكن هناك ببساطة تنوعات كافية فى البيانات لتوليد أى شىء فيما عدا التنبؤات الحميدة نسبيًا.

وتتجه نماذج القيمة المعرضة للمخاطر أيضًا إلى المبالغة فى فوائد التنوع. ومن المعتاد أن يكون لدى البنك الكبير مثل مجموعة سيتى جروب *Citigroup* أو ويلز فارجو *Wells Fargo* تنوع واسع فى الأصول فى دفاتره؛ مثل قروض المستهلكين، قروض الشركات، سندات الخزانة، السندات الممتازة للشركات، السندات متدنية القيمة *Junk Bonds*، سندات الرهون، الأسهم، العملات، السلع، وكافة طرق المشتقات. وفى الظروف العادية تتحرك أسعار بعض هذه الأصول فى اتجاهات عكسية؛ إذا تحرك المستثمرون للخروج والتخلى عن السندات متدنية

القيمة، فإن السندات الممتازة قد تستفيد، بينما قد لا تتأثر سندات الرهون على الإطلاق. ومن الناحية الإحصائية، فإن هذا يعنى أن بعض الأصول مرتبطة ارتباطًا سلبيًا، بينما غيرها لا يمكن القول إلا بصعوبة عن وجود ترابط فيما بينها. وتأخذ نماذج القيمة المعرضة للمخاطر *VAR* فى حسبانها كل هذه التأثيرات المتعارضة. وعند تقدير خسائر أسوأ الحالات لجميع المحافظ أو الميزانيات العمومية، فإن النماذج تكافئ أولئك الذين لديهم تنوع واسع وتعاقب أولئك الذين توسعوا فى الاستثمار فى واحد أو اثنين فقط من الأصول.

ولسوء الحظ، ففى خلال فترات التوتر الكبير، تتجه العلاقات بين مختلف طبقات الأصول إلى التغير بشكل كبير جدًا، كما اكتشف صندوق التحوط "إدارة رأس المال طويل الأجل ***Long-Tern Capital Management***" أنه تحمل تكلفة فى أثناء الأزمة المالية الدولية فى عام ١٩٩٨؛ لأن كثيرًا من الأصول كانت تتحرك فى نفس الاتجاه. وقبل الانفجار، مثلاً، كان معامل الارتباط بين سندات معينة أصدرتها حكومات الفلبين وبلغاريا لا يزيد على ٠,٠٤ فقط: وعندما بدت الأزمة للعيان، ارتفع معامل ارتباطهما إلى ٠,٨٤ (ومعامل الارتباط صفر يعنى وجود أصلين ليست بينهما علاقة؛ ومعامل الارتباط الذى يساوى واحدًا؟ يعنى أن الأصلين يتحركان فى انسجام تام)(١). وفى أثناء فترة اضطراب السوق، وكما يقول أحد أمثلة وول ستريت فإن "كل معاملات الارتباط تصبح واحدًا". وذلك بسبب ذعر المستثمرين وقيامهم ببيع كثير من أنواع الأصول فى الوقت نفسه. وعندما يحدث ذلك، فإن حتى البنك أو المؤسسة المالية التى يبدو أنها ذات تنوع جيد يمكن أن تعانى خسائر أكثر كثيرًا من نموذج القيمة المعرضة للمخاطر، وخاصة إذا كانت

---

(1) Linda Allen, Jacob Boudoukh, and Anthony Saunders, Understanding Market, Credit, and Operational Risk: The Value at Risk Approach (Hoboken, N.J.: Wiley-Blackwell, 2004), 103

تعتمد على رافعة عالية (كما كان هو الحال بالنسبة لرأس المال طويل الأجل). وهكذا، كانت المفارقة النهائية بشأن إدارة المخاطر للقيمة المعرضة للمخاطر ***VAR***: عنـــدما يتطلب الأمر ذلك بشدة هو بالضبط عندما يكون أداؤها أضعف ما يمكن.

وكان استخدام نماذج القيمة المعرضة للمخاطر أيضًا سببًا فى الإسهام فى فرع مستويات الرافعة. وعندما دخلت أسواق الأسهم والسندات فى فترة هدوء غير معتاد، انخفضت تقديرات السوق القائمة على القيمة المعرضة للمخاطر ***VAR*** انخفاضًا حادًا، مما شجع البنوك على تخفيض رأس مالها. وهناك مثال افتراضى (ومبسَّط) ينبغى أن يُوضح ذلك: فإذا كان لدى بنك (×) ما قيمته ٥٠٠ مليار دولار من الأصول، وقيمته المعرضة للمخاطر كانت ٢٥ مليار دولار، وإذا ما كانت البنوك تهدف إلى الاحتفاظ باحتياطيات كافية لديه لتغطية القيمة المعرضة للمخاطر ***VAR*** مرتين، تكون قيمة رأس المال المطلوب هى ٥٠ مليار دولار، وهو ما يعنى أن تكون نسبة الرافعة الخاصة به كما يلى: إجمالى الأصول/ إجمالى رأس المال – هى عشرة، وهو رقم متحفظ نسبيًا. والآن إذا افترضنا أن إدارة مخاطر بنك (×) أفادت فى تقريرها أن القيمة المعرضة للمخاطر قد هبطت إلى النصف، أى إلى ١٢,٥ مليار دولار؛ هنا يصبح لدى البنك فائض يبلغ ٢٥ مليار من رأس المال. ويمكن للبنك أن يستخدم هذا الفائض باستثماره فى أصول ذات مخاطر وبمجرد أن يفعل البنك ذلك، ستكون لديه أصول بمبلغ ٥٠٠ مليار دولار ورأس مال يبلغ ٢٥ مليار دولار، وستتم مضاعفة نسبة الرافعة الخاصة به إلى عشرين. ومع ارتفاع التجهيز، فإن عائد البنك (×) على حقوق الملكية (***ROE***) والعائد على الأصول (***ROA***)، وهما مقياسان للربحية، سيرتفعان، وهكذا، فإن هناك احتمالاً، أن ترتفع أسعار أسهمه. ولكن إذا ما حدث شىء غير متوقع، مثل انهيار فى سوق السندات، فإنه سيكون أكثر تعرضًا للمخاطر.

وكما هو الحال بالنسبة لهبوط نوعية ائتمان الرهون، فإن المشاكل المحتملة بالاعتماد على القيمة المعرضة للمخاطر لإدارة المخاطر لم تكن خافية تمامًا. فإن مقاييس المخاطر ***Risk Metrics***، رائدة الأساليب الفنية فى هذا الصدد، ذكرت فى مقدمة فى أول ١٩٩٧ لمنتجها الناجح معايير الائتمان: "إننا نُذكر قرّاءنا أنه لا يوجد أى قدر من التحاليل المعقدة يمكن أن يحل محل الخبرة والتقدير المهنى فى إدارة المخاطر"[1]. وفى أحد الكتب الدراسية عن إدارة المخاطر صدر فى ٢٠٠٤، كتب الاقتصاديون ليندا ألين ***Linda Allen*** وجاكوب بودوخ ***Jacob Boudoukh*** وأنتونى سوندرز ***Anthony Saunders*** "إن الانتشار النسبى لتحركات السوق المتطرفة، حتى بعد التعديل وفقًا للظروف الحالية هو السبب الذى نحتاج إليه من أجل أدوات إضافية فوق أداة مقياس القيمة المعرضة للمخاطر"[2]. بل إن فيليب جوريون ***Philippe Jorion*** حذر من أن القيمة المعرضة للمخاطر لم تعمل إلا فى "ظل الظروف العادية للسوق".

وهذه التعليقات أتت من المدافعين عن مقياس القيمة المعرضة للمخاطر. وكان منتقدوها، مثل المؤلف، ونسيم نيكولاس طالب، والمتخصص السابق فى تداول الخيارات، قد ظلوا لسنوات يصفونه بأنه مجرد تهريج. "إننى أعتقد أن مقياس القيمة المعرضة للمخاطر هو العذر الذى يعطيه المصرفيون لحملة الأسهم (وإنقاذ دافعى الضرائب) لإظهار الحرص الواجب الموثق والتعبير عن أن الضربة التى أصابتهم قد أتت من ظروف غير متوقعة ومن أحداث ذات احتمالات منخفضة

---

(1) CreditMetrics Techincal Document," RiskMetrics, April 1997.

يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:

www.riskmetrics.com/publications/techdocs/cmtdovv.html

(2) Linda Allen, Jacob Boudoukh, and Anthony Saunders, Understanding Market, Credit, and Operational Risk: The Value at Risk Approach (Hoboken, N.J.: Wiley-Blackwell, 2004), 35

– وليس من الدخول فى مخاطر ضخمة لا يفهمونها"(١). هذا ما كتبه طالب فى عام ١٩٩٧، فى أثناء حديث متبادل مع جوريون ***Jorion***، "وإننى أقر بأن الحرص الواجب الذى تقرره أداة القيمة المعرضة للمخاطر يشجع الأشخاص غير المدربين على تحمل المخاطر سيئة التوجيه مع حملة الأسهم، ومع أموال دافعى الضرائب فى نهاية الأمر".

وقد أثبتت شكوك طالب أنها قائمة على أساس متين، وأن كثيرًا من المنشآت قد استخدمت نموذج القيمة المعرضة للمخاطر لتبرير رفع رهانها. وفى اتحاد البنوك السويسرية ***UBS***، مثلاً، "اعتمد تخطيط الأعمال على نموذج القيمة المعرضة للمخاطر ***VAR***، وهو يبدو المقياس الحقيقى للمخاطر فى عملية التخطيط"(٢) وقد كشفت المنشأة بعد ذلك فى تقرير إلى حملة الأسهم: "عندما تكشف وقوع الاضطراب فى السوق، أصبح واضحًا أن هذه المنهجية لقياس المخاطر لم تتمكن من التعرف تمامًا على المخاطر المتأصلة فى العمل الذى يتضمن تعرضات للأصول متدنية التصنيف". وكانت النماذج الخاصة بالقيمة المعرضة للمخاطر التى استخدمتها إدارة المخاطر باتحاد البنوك السويسرية ***UBS*** لم تدخل بيانات سوى لخمس سنوات سابقة، وهو ما يعنى أن المنشأة لم تأخذ فى الحسبان أى فترات سابقة لاضطرابات السوق. هذا، فضلاً عن أن إدارة المخاطر أخفقت فى تدعيم حساباتها الخاصة بالقيمة المعرضة للمخاطر مع أى تحليلات أساسية عما كان يحدث فى العالم الخارجى. وقد اعتمدت على تقديرات القيمة المعرضة للمخاطر "على الرغم من ازدياد معدلات الانحراف وانهيار معايير التأصيل ***Origination standards*** فى سوق الرهون بالولايات المتحدة. وقد استمرت تمارس الشىء نفسه

---

(1) Against Value at Risk: Nassim Taleb Replies to Philippe Jorion," April 1997.
يمكن الحصول عليه من خلال الرابط:***http://www.fooledbyrandomness.com/jorion.html***

(2) UBS, "Shareholder Report on UBS's Write-Downs," 34

طوال فترة بناء مراكز كبيرة فى الأصول متدنية التصنيف التى كانت مغطاة جزئيًا بالتحوط... ولم تصدر أى تحذيرات إلى مجموعة الإدارة العليا بشأن محددات الأرقام المقدمة أو الحاجة للنظر إلى الإطار الأكثر اتساعًا.."[1].

وينبغى تقديم التهنئة إلى اتحاد البنوك السويسرية على صراحته وإفصاحه بشأن نواحى إخفاقه الداخلية: إذ تجدر الإشارة إلى أنه لم يقم أى بنك أمريكى بنشر مثل هذا الاعتراف بالذنب. وقد قامت كلها على أى حال، إلى مدى أكبر أو أصغر، بارتكاب الأخطاء نفسها، وتحمل مخاطر أكثر، وتعلية روافع ميزانياتها، وعملت على زيادة هشاشة النظام المالى. ونماذج المخاطر التى استخدمتها البنوك لا يمكن أن تكون مسئولة بشكل مباشر عن هذا الاستهتار، ولكنها فى الواقع عملت بالتأكيد كوسائل تمكين، وقدمت للإدارة العليا أعذارًا جاهزة، تمامًا مثلما تنبأ طالب. وفضلاً عن وضع ثقتهم فى وكالات التصنيف ونماذج المخاطرة، فإن الرجال الذين كانوا يديرون منشآت وول ستريت أحسوا بالراحة من حقيقة أن بعض الأصول المشكوك فيها على الأقل فى ميزانياتهم أصبح مؤمَّنا عليها. وهو ما يصل بنا إلى المكوِّن النهائى فى الحساء الأساسى للسندات متدنية التصنيف.

كان على جى ب. مورجان ***J.P. Morgan*** أن يجيب على قدر كبير من الأسئلة بالنيابة عن المؤسسة وليس بالنيابة عن الرجل. كما أن إطلاق نماذج القيمة المعرضة للمخاطر على جمهور لا يشك فيها، جعلها تلعب دورًا فى تنمية تأمين الائتمان فى صورة مبادلات التعثر الائتمانى ***Credit default swaps (CDCs)*** وكانت الكلمة ***Swaps*** (مبادلات) تستخدم فى أعمال المشتقات، وقد تسببت فى قدر كبير من الاختلاط والاضطراب غير الضرورى. وفى الواقع فإن مبادلات التعثر الائتمانى ***Credit default swaps*** ليست مبادلات على الإطلاق، بل ينبغى أن يطلق

---

(١) نفس المرجع السابق، صفحة ٣٨-٣٩

عليها عقود تأمين ائتمان ***Credit insurance contracts***. وكما هو الحال مع مصطلح ***VAR*** القيمة المعرضة للمخاطر، فإن مورجان لم يخترع فكرة تأمين الائتمان – وكان بنك بانكرز ترست ***Bankers Trust*** قد ادعى أيضًا هذا الشرف – ولكنه حوّله إلى صناعة رئيسية. ففى عام ١٩٩٧ أخذت مجموعة من البارعين فى الرياضة فى إدارة المشتقات بمنشأة مورجان؛ ٩,٧ مليار دولار فى شكل قروض كانت قد أصدرتها لنحو ثلاثمائة شركة وقامت بوضعها فى أداة لغرض خاص ***special – purpose vehicle (SPV)***، ووزعوا شرائح من أداة الغرض الخاص (***SPV***) على المستثمرين. ويبدو هذا كما لو كان عملية تسنيد روتينية، ولكنها أتت ملتوية قليلاً. إذ أن المستثمرين – من شركات الاستثمار والبنوك الأخرى بصفة رئيسية – لم يكن عليهم أن يملكوا القروض، التى ظلت فى حيازة دفاتر مورجان: وقد وافقوا على مجرد تحمل مخاطر المقترضين المتعثرين من بنك مورجان. وفى مقابل ذلك، وافق مورجان على أن يدفع ما كان فعلاً أقساط التأمين. وطالما حافظ أولئك المقترضون على سداد المستحق عليهم من الفائدة وأقساط الأصل، فإن المستثمرين سيتسلمون دخلاً متدفقًا ثابتًا نحو ٧٠٠ مليون دولار بصفة إجمالية سنويًا. ولكن إذا تعثر بعض المقترضين، فإن أصحاب أداة الغرض الخاص (***SPV***) سيتولون دفع كامل قيمة القروض. وهذه الالتزامات المتبادلة يتم تحديدها وتعريفها فى الاتفاقات القانونية، التى أطلق عليها مبادلات تعثر الديون ***credit default suaps***.

وقد أنجزت صفقة ١٩٩٧ عدة أشياء وهى: أنها أزالت ٩,٧ مليون دولار من المخاطر الائتمانية من ميزانية مورجان، كما حررت رأس مال يمكن للمنشأة استخدامه فى غرض آخر، ونقلت هذه المخاطر إلى مؤسسات مالية أخرى تكون أكثر استعدادًا لاستيعابها، فضلاً عن أنها خلقت سندات يمكن أن يجرى تداولها، وبهذا سمحت للمستثمرين بالتعرض لطبقة الأصول – قروض البنوك – التى كانت محرومة منها قبل ذلك. وبالنسبة للمصرفى التقليدى، فإن فكرة فصل المخاطرة عن

الإقراض تبدو فكرة ثورية. وفى روايتها الثقافية عن التطورات الأخيرة فى أسواق الائتمان التى عنوانها "ذهب الحمقى *Fool's Gold*" تصف جيليان تيت *Gillian Tett*، الصحفية فى جريدة فايننيال تايمز، طريقة تفكير بلايث ماسترز *Blythe Masters* أحد أعضاء فريق مورجان. وفصل الإقراض عن المخاطرة "يمكن أن يقلب تمامًا أحد القواعد الأساسية لأعمال البنوك، والتى تقضى بأن مخاطـــر التعثر هى التزام لا يمكن التنصل منه فى الأعمال. ولأول مرة فى التاريخ، ستتمكن البنوك من تقديم قروض بدون تحمل كافة، أو ربما عدم تحمل أى من، المخاطر التى يتضمنها ذلك بأنفسها"(١).

إن حذق ومهارة ماستر *Master*، كما كتبت تيت *Tett*، يكاد يكون ساحرًا. وبالنسبة لأى فرد يألف التاريخ المالى، فإن الفكرة الحقيقية لقدرة البنوك على تقديم الائتمان بدون القلق على العواقب ينبغى أن تكون إطلاق أجراس الإنذار، والخطوة الواضحة التالية هى تطبيق الأسلوب نفسه على مختلف أنواع المنتجات الائتمانية مثل السندات المعززة بالرهون. ولم يكن هذا شديد الصعوبة، وفيما بين ١٩٩٨ و ٢٠٠٤ ازداد إصدار مبادلات التعثر الائتمانى على أسس رياضية. وكان المنتجان الأكثر رواجًا هما "مبادلات التعثر الائتمانى *CDSs* ذات الاسم الواحد" التى قدمت لحامليها حماية ضد التعثر لقرض أو سند معين، و"سلة مبادلات التعثر الائتمانى *Basket CDSs*" الذى كان تؤمّن سلة من القروض أو السندات.

ولما كانت مبادلات التعثر الائتمانى لا تخضع للتنظيم، فقد كان هناك مجال كبير للابتكار والخلق. وكان أحد التطورات المهمة هو ابتكار مبادلات للتعثر الائتمانى *CDSs* لم يكن لها أى صلة بمصدر الديون الأساسية. وعلى سبيل المثال،

---

(1) *Gillian Tett, Fool's Gold: How the Bold Dream of a Small Tribe at J.P. Morgan Was Corrupted by Wall Street Greed and Unleashed a Catastrophe (New York: Free Press, 2009), 44-45*

فإن مجموعة سيتى جروب ***Citigroup*** يمكنها أن تتفق على تقديم حماية لجولدمان ساكس لبعض سندات الرهون المصدرة بواسطة ميريل لينش، وفى هذه الحالة يمكن لجولدمان ساكس أن يدفع أقساطًا إلى سيتى جروب وإذا ما انخفض تصنيف سندات ميريل، مثلاً، فإن سيتى جروب ستدفع إلى جولدمان ساكس مبلغًا معينًا من المال. ولم يكن هناك أيضًا أى شيء يمنع إصدار اثنتين أو أكثر من المبادلات ***CDSs*** على نفس السند أو القرض: إذا كان لدى البنك (أ) بعض القروض التى يريد تأمينها، فإنه يمكنه أن يشترى حماية من البنك (ب) التى قد تخفف بعض المخاطر من على البنك (ج)، الذى يمكنه أن يشترى حماية من صندوق التحوط (ى) وهكذا.

إن شراء أو بيع الحماية من التعثر فى شكل مبادلة للتعثر الائتمانى ***CDS*** سمح لمنشآت شارع وول ستريت وللمستثمرين بأن يعبروا عن وجهة نظر بشأن الجدارة الائتمانية المستقبلية لمقترض معين، أو مجموعة معينة من المقترضين. وهذا، بالإضافة إلى حقيقة عدم تضمنها دفع أية مبالغ كبيرة مقدمًا، جعل من مبادلات التعثر الائتمانى ***CDSs*** أدوات ممتازة للمضاربة والتحوط. وبحلول عام ٢٠٠٤، طبقًا لما ذكره بنك التسويات الدولية، كان قد صدر نحو ٤,٥ تريليون دولار فى شكل مشتقات ائتمانية. (والرقم يشير إلى القيمة الاسمية للمدين المؤمَّن عليه). وفيما بين عامى ٢٠٠٤ و ٢٠٠٦، ومع الازدياد السريع فى عمليات تسنيد الرهون متدنية التصنيف، حققت أعمال مبادلات التعثر الائتمانى ازدهارًا هائلاً.

وكما شرحنا قبل ذلك، فإن كثيرًا من منشآت وول ستريت التى أصدرت سندات المساكن المعززة بالرهون ***RMBSs*** والتزامات ديون مضمونة ***CDOs*** انتهت إلى الاحتفاظ بشرائح من تلك الصفقات فى دفاترها، والتى كانت لديها رغبة شديدة فى الاحتفاظ بها. وعلى الجانب الآخر من السوق، كان هناك كثير من صناديق التحوط والمستثمرين المؤسسين الذين لديهم شغف كبير فى اتخاذ مراكز

طويلة أو قصيرة فى الديون متدنية التصنيف. ولمساعدة كلا الجانبين، قام المهندسون الماليون بخلق بدائل جديدة لمبادلات التعثر الائتمانى: كان بعضها مرتبطًا بعمليات تسنيد معينة، وكان بعضها الآخر مرتبطًا بمؤشرات ائتمانية واسعة للديون متدنية التصنيف مثل مؤشر *ABX*. "وبحلول نهاية عام ٢٠٠٥، كانت كل منشأة كبرى فى وول ستريت تكاد تكون قد دخلت بثقلها فى سوق تأمين الائتمان. وكذلك كان الحال بالنسبة للبنوك التجارية الكبرى، مثل مجموعة سيتى جروب، وبنك أوف أمريكا وبعض شركات التأمين الضخمة مثل *AIG* بصفة خاصة، وفى شهر يونيه ٢٠٠٧، كانت القيمة النظرية القائمة لمبادلات التعثر الائتمانى قد وصلت إلى مبلغ مذهل هو ٤٢,٦ تريليون دولار، طبقًا لما أفاد به بنك التسويات الدولية"[١] (وبعض التقديرات تضع أرقامًا أعلى من ذلك).

كان كل هذا يبدو ابتكارًا صحيًا، بالنسبة للاقتصاديين من أنصار السوق الحر: إذ أن المخاطر قد تم تقطيعها إلى شرائح وتخصيصها لمؤسسات كانت تريد تحملها. بينما كان هناك آخرون غير مقتنعين تمامًا بهذا. وفى فبراير عام ٢٠٠٣، فى خطابه السنوى إلى حملة الأسهم فى شركته بيركشايرهاتاواى، حذّر وارين بافيت *Warren Buffet* من أن "الأحجام الكبيرة من المخاطر، وخاصة المخاطر الائتمانية، قد أصبحت مركزة فى أيدى بضعة ضئيلة نسبيًا من المتداولين فى المشتقات، الذين فضلاً عن ذلك يقومون بالتداول بكثافة فيما بينهم. ومن ثم فإن المتاعب التى تصيب أحدهم سرعان ما تنتقل عدواها إلى الآخرين. إن الارتباطات، عندما تصعد فجأة إلى السطح، يمكنها أن تبدأ تفجير مشاكل نظامية خطيرة"[٢]. وفى إشارة إلى شريكه تشارلز منجر *Charles Munger*، استمر بافيت

---

(1) Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2007-Final Results," Bank for International Settlements, December 2007, 21

(2) Warren Buffett, Berkshire Hathaway letter to shareholders, February 21, 2003.

يمكن الحصول عليه من خلال الرابط:

http://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html Warren Buffett

قائلاً "إن البنوك المركزية والحكومات لم تجد حتى الآن وسيلة فعالة للضبط والرقابة أو حتى للإشراف على المخاطر التى تفرضها هذه العقود.. وفى رأينا، على أى حال، أن المشتقات أسلحة مالية للدمار الشامل، وتحمل أخطارًا مهما كانت مستترة الآن، فإنها تتضمن احتمالات مهلكة".

ومع استمرار توسع سوق تأمين الائتمان، لم يتم حل أى من الموضوعات التى أبرزها بافيت. وكان مقدمو تأمين الائتمان فعلاً يتحملون مخاطر التعثر نفسها التى تحملتها البنوك عندما أقرضت الأموال، ولكنهم على النقيض، لم يكونوا يقومون بتجنيب أى مبالغ رأسمالية لتغطية الخسائر المحتملة، وكان معظم مبادلات التعثر الائتمانى ***CDSs*** غير مضمونة ***unfunded*** – وهو ما يعنى أن مقدم الحماية لم يقدم أى ضمان ***collateral***. وإذا ما حدث التعثر يكون على مقدم الحماية أن يدفع. وحتى ذلك الوقت، على أية حال، سيكون هو من يحصل أقساطًا. وبالنسبة لأى منشأة مالية، فإن الوعد بتلقى نقود بدون تكريس رأس مال عادة ما يكون شديد الجاذبية، ومع نشاط الاقتصاد، وانخفاض حالات التعثر الائتمانى إلى مستوى تاريخى، يكون هذا أمرًا لا تمكن مقاومته.

ومع زيادة التزامات المنشآت المالية بدون دعم وتقوية احتياطياتها الرأسمالية، فقد عمل نمو سوق مبادلات التعثر الائتمانى ***CDS*** بدرجة فعالة على إضافة رافعة أكثر ارتفاعًا إلى النظام. ونظرًا لأن كثيرًا من المنشآت قد تخلصت من المخاطر التى كانت قد تحملتها، فإن صافى التعرضات أصبح أصغر من إجمالى التعرضات: ولكن ما هى درجة الصغر، كان من الصعب القول. وبينما كان يتم تداول مبادلات التعثر الائتمانى ***CDS***، أصبح المصدرون والمشترون معرضين لمشاكل عن الحلقات المتعددة للمنشآت مع الهبوط إلى أسفل السلسلة مما خلق طبقة إضافية من "مخاطر الشبكة" التى لا يمكن تحديد حجمها أو كميتها أو التحوط ضدها. وكما لاحظ بافيت، فإن هذا التساقط ***Spillover*** خلق موضوعات

لمخاطر نظامية. وفى حالة حدوث أزمة، عادة ما تقوم لدى المنشآت شكوك بين كل منها والأخرى: كما أن السيولة قد تتعرض للجفاف بسرعة، وهو ما حدث فى عام ١٩٩٨. وفى الواقع. حدث هذا مرة أخرى، على نطاق أصغر كثيرًا، فى ربيع عام ٢٠٠٥، عندما قامت وكالات التصنيف الائتمانى، على نحو غير متوقع، بمراجعة تقديراتها وتخفيضها لدين جنرال موتورز. ومع الصدمة التى أصابت المستثمرين، وارتفعت الهوامش (العلاوات) على مبادلات التعثر الائتمانى ***CDS*** بدرجة كبيرة، وقد عانى كثير من بنوك وول ستريت وعانت صناديق التحوط من خسائر كبيرة. وبهذه المناسبة، استقرت الأسواق، وفى مايو ٢٠٠٥ قام ألان جرينسبان بالغناء والإشادة بمزايا المشتقات الائتمانية، قائلاً إن تطورها "قد أسهم فى استقرار النظام المصرفى من خلال السماح للبنوك، وخاصة الكبرى، وهى عادة الأهم من بين البنوك، بقياس وإدارة مخاطر الائتمان بطريقة أكثر فعالية"(١).

وقد أقر جرينسبان ببعض نواحى القلق بشأن سوق مبادلات التعثر الائتمانى – بما فى ذلك إمكانية أن تؤدى الخسائر التى تعانيها المنشآت غير المصرفية مثل صناديق التحوط، إلى أن تتسبب فى تصفية مراكزهم فى الوقت نفسه، مما ينشأ عنه لولب هبوط على غرار ما حدث فى عام ١٩٩٨ – وكان ذلك فقط لكى يصرفهم بحجته النمطية، حينئذ، بشأن الإشراف المتبادل ***Counterparty monitoring***.

"إن التنظيم الحكيم، أساسًا، يقدمه السوق من خلال التقييم المتبادل بين الأطراف، ومن خلال الإشراف بدلاً من السلطات" كان هذا ما قاله جرينسبان.

---

(1) *"Risk Transfer and Financial Stability," remarks by Chairman Alan Greenspan to the Federal Reserve Bank of Chicago's Forty-first Annual Conference on Bank Structure, Chicago, Illinois, May 5, 2005.* يمكن الحصول على تصريحات ألان جرينسبان من خلال الرابط: *http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050505/default.htm*

واستمر قائلاً "إننا معشر القائمين بالتنظيم غالبًا ما ينظر إلينا باعتبارنا مقيدين للتحمل المفرط للمخاطر بطريقة أكثر فعالية عما تظهره الممارسة العملية. وقد أثبت التنظيم الخاص بصفة عامة أنه أفضل كثيرًا من ناحية تقييد الإفراط فى تحمل المخاطر وبدرجة تفوق بها على التنظيم الحكومى".

وفى بعض النواحى، أدت معتقدات جرينسبان بشأن السوق الحر إلى أن تظهر بعده عن الموضوع. وفى حالة المشتقات مثل مبادلات التعثر الائتمانى ***CDSs***، كان جرينسبان لا يفعل سوى مجرد ترديد الرأى الرسمى للاحتياطى الفيدرالى وغيره من منظمى المصارف الدوليين. وبعد تقاعده فى يناير ٢٠٠٦، لم يبذل خلفه بن برنانكى ***Ben Bernanke*** جهدًا فى اتخاذ موقف عكسى لما اتخذه الاحتياطى الفيدرالى قبل ذلك، وكانت فكرة أن مبادلات التعثر الائتمانى ***CDSs*** قد عملت على تسهيل نشر وإدارة المخاطر قد بلغت مرتبة الاعتقاد الرسمى، وكذلك كان الإيمان بإدارة المخاطر على أساس القيمة المعرضة للمخاطر. ***VAR based risk management***. وما لم يحدث شيء مدمر، فلن تقوم السلطات التنظيمية بالنظر جديًا فى الخط الذى تتبعه منشآت وول ستريت. وفى الوقت نفسه، فإن الكونجرس، كان مشغولاً بمحاولة إيجاد تخفيف أكثر للأعباء القانونية التى كانت تواجهها المنشآت المالية، وفى أكتوبر ٢٠٠٦ وقّع الرئيس بوش على قانون تخفيف تنظيمات الخدمات المالية لعام ٢٠٠٦ الذى سمح للبنوك أن تحتفظ برأس مال أقل فى الاحتياطى. ووافق مجلس النواب على مشروع القانون بأغلبية ٤١٧ صوتًا مقابل ١٥ صوتًا. ووافق عليها مجلس الشيوخ بالإجماع.

الفصل الحادى والعشرون

إنه موضوع... حوافز

إن الاقتصاد، إذا ما نَزَعْتَ عنه الكلام العامى والسفسطة الرياضية، ستجد أنه يتعلق إلى حد كبير بالحوافز. لقد انهارت الشيوعية لأنها فشلت فى تشجيع الابتكار، وتنظيم المشروعات، والعمل الشاق، بينما ازدهرت الرأسمالية، بصفة عامة، لأنها كانت تكافئ هذه الأشياء، بينما كانت تعاقب التحفظ وإضاعة الوقت سدى. إن نظام السوق لا قلب له ولا يعرف التسامح، ولكنه، حتى وفقًا لما أشار إليه كل من ماركس وإنجلز، منتج بشكل فريد. وفى خلال فترة وجودها القصيرة، لاحظ اليساريون الألمان فى عام ١٨٤٨ أنها قد "أنجزت عجائب تفوق الأهرام المصرية، وقنوات المياه الرومانية، والكاتدرائيات القوطية: وأنها قادت حملات وبعثات أدت إلى أن تتوارى فى الظل كافة حالات خروج ورحيل الأمم السابقة وحروبها الطويلة"[1].

وفى سبعينيات القرن العشرين كان بعث اقتصاد السوق الحر يقوم إلى حد كبير على أساس الحجة التى تقول بأن ارتفاع الضرائب والتنظيم المفرط يعوقان الاقتصاد. "ومن خلال فرض الضرائب، والتضخم، وطوفان التنظيمات والتشريعات القاسية والضوابط والتدخلات الدائمة والعارضة للسلطات، فإن

---

(1) Karl Marx and Fredrick Engels, The Communist Manifesto (London: Verso, 1998), 38

الحكومات المتوالية منذ الحرب قد أدت إلى تراكم انتزاع السرور والمكافآت التى كانت تجعل من الإقدام على المخاطرة وقبول تحملها أمرًا يستحق العناء"(١). كان هذا ما قاله سير كيث جوزيف ***Keith Joseph***، المهندس المعمارى الأول المثقف للتاتشرية فى عام ١٩٧٦. "وبهذا السلوك أبعدنا بعض خالقى الثروة، ولم نعمل على تشجيع آخرين، وأضعفنا نبض التوسع، وخنقنا حب المغامرة". وكان كل من مارجريت تاتشر ورونالد ريجان قد تم انتخابهما على أساس وعود بإصلاح نظام الحوافز للعمل والاستثمار. وكان ينظر إليهما على أنهما من الراديكاليين الاقتصاديين، ولكن كثيرًا مما قالاه كان من الفطرة السليمة. أما فيما يتجاوز مستوى معينًا - فإن ما كان يمكن الجدل بشأنه - هو أن الضرائب لا تشجع الجهد وتشجع التهرب. وأن التنظيمات واللوائح المفرطة مثل تلك التى يجرى استخدامها للتحكم فى صناعة الطيران، تعرقل المنافسة وتحافظ على الأسعار المرتفعة.

وفى السعى إلى ترميم وإصلاح حوافز السوق لبعض أجزاء الاقتصاد، فإن القائمين الأصليين بتحرير السوق - ومن أهمهم ألفريد إى كاهن ***Alfred E Kahn*** والذى كان ليبراليًا ديمقراطيًا عينه جيمى كارتر - لديه منطق اقتصادى يتحيز إلى جانبهم وهو: أن التدخلات الحكومية حسنة القصد يمكن أن يثبت أنها ضارة. ولكن كما يحدث غالبًا فى أثناء الثورات فإن الجيل الثانى والثالث من المتمردين يذهبون بعيدًا ناسين أو متجاهلين الحقيقة الراسخة وهى أن الأسواق، أيضًا، يمكن أن تخلق حوافز مدمرة.

فى فبراير ٢٠٠٥، زار ألان جرينسبان مدينة كيركالدى بإسكتلندا، وهى مسقط رأس آدم سميث، حيث حيًا "إبراز سميث للاستقرار والنمو المتأصلين فيما

---

(1) *Sir Keith Joseph, "Monetarism Is Not Enough," The Stockton Lecture, 1976, Centre for Policy Studies, London.* يمكن الحصول عليها من خلال الرابط: http://www.margaretthatcher.org/document/110796

نطلق عليه الآن رأسمالية السوق الحر"[1] ملاحظًا أن "الغالبية العظمى من القرارات الاقتصادية اليوم تلائم تلك الافتراضات المبكرة للأفراد الذين يعملون بشكل أو آخر لمصلحتهم الذاتية الرشيدة". وبينما كان جرينسبان يلقى بآيات الثناء على اليد الخفية، كان اقتصاد الولايات المتحدة يندفع بسرعة إلى الأمام، تدفعه مجموعة من حوافز السوق المشوهة التى ساعدت سياساته الخاصة على خلقها. وبأحد المعانى، فإن جرينسبان كان على حق، إذا كان كل المشاركين فى فورة الازدهار يعملون "من أجل مصلحتهم الذاتية الرشيدة" فكان المهاجر المكسيكى فى مقاطعة ريفر سايد ***River Side*** يتمنى شراء بيت لأول مرة؛ وكان سمسار الرهون الذى يتعامل معه يبحث طوال وقته على شبكة الإنترنت محاولاً أن يجد له قرضًا لا يدفع فيه سوى الفائدة ***interest-only loan*** مع سعر فائدة منخفض بشكل خاص، وأصبح بائع المساكن المشتركة ***Condos*** ينظر إلى ميادين أخرى أكثر بعدًا فى تكساس أو أريزونا، هذا بينما يجلس مقرض الرهون فى مقاطعة البرتقال فى مبنى مكتبه اللامع بالقرب من مطار جون وين ويبعث من يحضر له وجبة من غداء سوشى، وكان أحد المصرفيين بوول ستريت يسرع لاستكمال أحد التزامات الديون المضمونة ***CDO*** الجديدة، ومحلل وكالة التصنيف يحملق بعينيه فى كومة من القروض المتعثرة ***Junky Loans*** ويطلق عليها أنها آمنة تمامًا مثل سندات الخزانة، وكان مدير صندوق تحوط كونكتيكت يحاول الوصول إلى أعلى حصيلة تقدمها سندات القروض متدنية التصنيف، وموظف البنك المركزى الصينى يعمل على تنويع سندات الخزانة، وفى نفس الوقت يندفع ناشر جريدة فلوريدا ممسكًا بملحق لامع آخر لعقار، ياه، حتى رأس النافورة ذاته أخذ ينثر مياهه إلى الناى

---

(1) *Alan Greenspan, "Adam Smith," Adam Smith Memorial Lecture, Kirkcaldy, Scotland, February 6, 2005.* يمكن الحصول على محاضرة ألان جرينسبان من خلال الرابط:
http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050206/default.htm

الموسيقى بناءً على وصية رئيس وزارة من حزب العمال – وكل هؤلاء الأفراد كانوا يقلدون جزارى وخبازى آدم سميث ويسعون وراء تحقيق أغراضهم.

ولسوء الحظ، كان هذا انفجارًا للا منطقية الرشيدة ***Rational irrationality*** ومع انخفاض أسعار الرهون واستمرار ارتفاع قيمة العقارات، فإن اليد الخفية كانت تقوم بوظيفة فعالة فى تنسيق أفعال الناس من خلال نظام الأسعار. إلا أن النتيجة التى اختارتها كانت فقاعة ائتمان ومساكن مخربّة. وقد وضعت فى الجدول (٢١-١) بعض أضخم تشوهات السوق والنتائج التى تولدت عنها.

أما ما لم يظهره الجدول فهو الكيفية التى تفاقمت بها مشاكل الحوافز المتنوعة وعملت على تقوية كل واحدة للأخرى. وفى أى نقطة زمنية، يمكن أن تتشوه الحوافز فى سوق معينة. ولكن ذكريات حالات الهبوط الماضية، إلى جانب التنظيمات المالية، والأعراف الاجتماعية المتشددة، عادة ما تحافظ على قدر قليل من الاستقرار وفى خلال عصر جرينسبان، على أى حال، أدت السياسة النقدية المتراخية، والابتكارات المالية إلى إحداث صدمة فى الاقتصاد وإخراجه من وضعه النسبى المستقر، ووضعه على مسار الفقاعة. ولا يمكن القول بأن أى عامل منفرد مسئول وحده، ولكن تضافر تلك العوامل كان هو الذى سبب الضرر.

جدول (٢١-١) الحوافز وفورة الازدهار

النتائج	الحافز المشوَّه	متخذ القرار
يتحمل المقترضون بقدر كبير جدًا من الديون.	- الارتفاع السريع فى أسعار المساكن. وعادة انخفاض أسعار الرهون.	أصحاب المساكن/ المضاربون فى العقارات
انخفاض مستويات الإقراض. وخلق "رهون غريبة" مثل القروض متدنية التصنيف ٢/٢٨	- سرعة ارتفاع أسعار المساكن. - نمو سوق تسنيد الرهون.	مقرضو الرهون
إصدار ١,٥ مليار دولار فى سندات الرهون متدنية التصنيف ٢٠٠٣-٢٠٠٦ ووضعت البنوك كثيرًا من السندات متدنية التصنيف فى دفاترها. والبنوك تحتفظ برءوس أموالها. وتستخدم الرافعة فى ميزانياتها.	- المستثمرون الباحثون عن "العائد". - انخفاض أسعار الفائدة. ونمو تأمين الائتمان. - التنظيم على أساس المخاطر + نماذج القيمة المعرضة للمخاطر.	البنوك/ بنوك الاستثمار
معظم السندات متدنية التصنيف مصنفة *AAA* أو *AA*	يدفعه المصدرون. مع أتعاب سخية	وكالات التصنيف الائتماني
البحث عن العائد. ارتفاع الطلب على السندات متدنية التصنيف *Subprime*	انخفاض غير عادى فى أسعار الفائدة. تصنيفات الدرجة الاستثمارية للسندات متدنية التصنيف *Subprime*	صناديق التحوط/ صناديق الثورة السيادية/ صناديق الاستثمار المشترك
- قصر النظر المدمر. - الانخفاض الشديد لسعر الفائدة. - التحرير يمضى إلى مدى بعيد جدًا.	"الاعتدال العظيم". انخفاض التضخم. وهم التناغم/ وهم الاستقرار	المنظمون/ صناع السياسات

ولنأخذ، مثلاً، اللوح ثلاثى الأجزاء لعملية التسنيد، وتأمين الائتمان، والمتطلبات الرأسمالية القائمة على المخاطر. فقد أدى هذا إلى تمكين البنوك من إصدار قروض محل تساؤل، أو شراء أصول محل تساؤل، ونقلها إلى الخارج فى إحدى آليات الاستثمار المهيكلة ***SIV***، وعندئذ تضمن نفسها ضد مخاطر التعثر من خلال شراء بعض مبادلات التعثر الائتمانى. وحتى قبل الوصول إلى مأزق التمويل الأساسى، فإن وجود تأمين الودائع وضمانات الحكومة الضمنية كانت تعنى أن البنوك وخاصة كبارها، كانت ميَّالة إلى تحمل كثير من المخاطر - وهذا هو موضوع الخطر المعنوى ***moral hazard***.. ولكن المزج بين التسنيد، وتأمين الائتمان، وإصلاحات الهيكل التنظيمى أدى إلى تأكيد هذه المشكلة. "هناك قانون ثابت للتأمين يقول بأنه يمكن أن يؤدى التحوط ***hedging*** إلى تخفيض مخاطر الطرف المنفرد الذى يقوم بالتأمين، فإنه يعمل على ازدياد المخاطر للنظام بأسره بسبب الخطر المعنوى"(١) هذا ما لاحظه جون بليندر ***John Plender***، أحد المعلقين القدامى فى جريدة الفاينانشيال تايمز، وذلك فى أكتوبر ٢٠٠٦. "وهذا يعنى، أن مجرد وجود التأمين يعنى تقليل كراهية الناس للمخاطر. وهذا إذا ما تم استكماله بالانخفاض الملحوظ فى علاوات المخاطر ومعايير الإقراض، يكوِّن قصة أسواق الائتمان فى هذا العقد".

وفى الواقع، فإن هناك عاملاً آخر لعب دورًا هامًا من ناحية الإسهام: وهو "حزم الحوافز" الضخمة، التى تلقاها المتداولون وكبار التنفيذيين فى وول ستريت. ولم يؤد هذا الهيكل المفرط فى التعويضات السخية إلى خلق صناعة القروض متدنية التصنيف أو إلى ازدهار ائتمانى أكبر. ولكنه ساعد على تفسير الكيفية التى تقدمت بها إلى هذه الحدود القصوى. وبمجرد أن بدأت الفقاعة الائتمانية، فإن

---

(1) John Plender, "The Credit Business Is More Perilous Than Ever," Financial Times, October 13, 2006

الرجال الذين يديرون أكبر المؤسسات المالية فى البلاد كانوا مصممين على ركوب الموجة، بغض النظر عن المخاطر التى يتضمنها ذلك. ومن المكان الذى جلسوا فيه، ومع الحوافز المالية التى واجهوها، فإن اتباع أى إستراتيجية أخرى سيكون غير رشيد.

فى عام ٢٠٠٦، حصل جيمس إى كاين ***James E. Cayne***، التنفيذى الرئيسى لشركة بير ستيرنز ***Bear Stearns*** على ٣٣,٨٥ مليون دولار، بما فى ذلك ١٧,١ مليون دولار مكافأة (*Bonus*) نقدية، و ١٤,٨ مليون دولار فى شكل أسهم مقيدة، و ١,٧ مليون سهم فى شركة بير ونحو ٨٠٠,٠٠٠ خيار. وأصبح إجمالى حصته فى الشركة نحو ١,١ مليار دولار.

وفى عام ٢٠٠٦، حصل ريتشارد س. فولد ***Richard S. Fuld***، التنفيذى الرئيسى لشركة ليمان براذرز، على نحو ٤٠,٥ مليون دولار بما فى ذلك مكافاة نقدية بمبلغ ٦,٢٥ مليون دولار، و ١٠,٥ مليون دولار فى شكل أسهم مقيدة، و ١٠,١ مليون دولار فى شكل خيارات. وفى نهاية السنة كان فولد يمتلك ١٠,٥٢ مليون سهم فى ليمان، و ٣,٣ مليون خيار، وبلغ إجمالى حصته فى الشركة ما قيمته ٩٣٠ مليون دولار.

وفى عام ٢٠٠٦، حصل لويد بلانكفين ***Lioyd C. Blankfein***، التنفيذى الرئيسى لشركة جولدمان ساكس، على ٥٤,٧٢ مليون دولار تتضمن مكافاة نقدية بمبلغ ٢٧,٢ مليون دولار، و ١٥,٧ مليون دولار فى شكل أسهم مقيدة، و ١٠,٥ مليون دولار فى شكل خيارات. وفى نهاية السنة كان بلانكفين يملك ٢,٦ مليون من أسهم جولدمان ساكس، وكذلك ٨٧٣,٧٠٠ خيار وبلغ إجمالى حصته فى الشركة ما قيمته ٢٧٠ مليون دولار.

وفى عام ٢٠٠٦، حصل ستانلى أونيل، التنفيذى الرئيسى لشركة ميريل لينش، على ٤٨ مليون دولار، بما فى ذلك مكافأة نقدية بمبلغ ١٨,٥ مليون دولار، ومنحة أسهم بمبلغ ٢٦,٨ مليون دولار. وفى نهاية السنة، كان أونيل يملك ١,٣٦ مليون سهم من أسهم ميريل لينش، و ١,٨٨ مليون من الخيارات وبلغ إجمالى حصته فى الشركة ما قيمته ٢٧٠ مليون دولار.

وفى عام ٢٠٠٦، حصل جون جى ماك، التنفيذى الرئيسى فى شركة مورجان ستانلى، على ٤١,٤١ مليون دولار، بما فى ذلك ٣٦,٢ فى شكل أسهم مقيدة و ٤ مليون دولار فى شكل خيارات. وفى نهاية العام، كان ماك يملك ٢,٧٥ مليون سهم فى شركة مورجان و ١,٢ مليون من الخيارات، وبلغ إجمالى حصته فى الشركة نحو ٢٤٥ مليون دولار.

وفى عام ٢٠٠٦، حصل تشارلز (تشاك) برنس، الرئيس التنفيذى فى سيتى جروب، على ٢٥,٩٨٧ مليون دولار بما فى ذلك مكافأة نقدية بمبلغ ١٣,٢ مليون دولار ومكافأة فى شكل أسهم ١٠,٦ مليون دولار، وفى نهاية العام كان يملك ١,٦ مليون سهم فى سيتى ونحو ١ مليون على شكل خيارات أسهم، وبلغ إجمالى حصته نحو ١٤٠ مليون دولار.

وفى عام ٢٠٠٦ حصل كينيث لويس، الرئيس التنفيذى لبنك أوف أمريكا ***Bank of America***، على مبلغ ٢٧,٨٧ مليون دولار، بما ذلك مكافأة بلغت ٦,٥ مليون دولار، و ١١,٧ مليون دولار فى شكل أسهم مقيدة، ومبلغ ٥ مليون دولار فى شكل خيارات. (بالإضافة إلى أن لويس مارس حقه فى خيارات بلغت قيمتها ٧٧ مليون دولار). وفى نهاية العام كان لويس يملك ٣,٩ مليون سهم فى بنك أوف أمريكا و ١,٩٢٥ مليون فى شكل خيارات. وبلغ إجمالى حصته فى الشركة ما قيمته نحو ٢٣٠ مليون دولار(١).

---

(١) مرتبات الرؤساء التنفيذيين. جميع الأرقام تم الحصول عليها من بيان الوكالة لعام ٢٠٠٧
2007 proxy statements

ولا تعتبر مشكلة المرتبات المفرطة أمرًا غريبًا فى وول ستريت، ولكن أثارها تبدو أكثر ضررًا هناك. وعندما يقوم أحد أولئك العمالقة من الرؤساء التنفيذيين الذين يحصلون على تلك المرتبات المفرطة فى الارتفاع، مثل كينيث لاى ***Kenneth Lay*** الرئيس التنفيذى لشركة إنرون ***Enron***، أو برنى إيبرز ***Bernie Ebbers*** من شركة ورلد كوم ***World-com*** بخلق أو التسامح بشأن ثقافة خداع فى جهد مضلل لرفع أسعار أسهم منشأته، فإن العواقب على الموظفين والمساهمين فى الشركة يمكن أن تكون شديدة القسوة. وعندما يقوم أحد الرؤساء التنفيذيين فى وول ستريت مثل كاين ***Cayne*** أو فالد ***Fuld*** برفع حقوق ملكية منشأته ثلاثين أو أربعين مرة سعيًا وراء أرباح إضافية، فإن أعماله يمكن أن تهدم الاقتصاد كله. ولكن خطط المكافآت والتعويضات فى وول ستريت لا تأخذ هذه الأمور الخارجية ***Externalities*** فى الاعتبار. وعندما تكون الأسواق فى حالة ارتفاع، ويتم إجراء الصفقات، ويحصل القائمون بالتداول وموظفو بنوك الاستثمار، ويتم دفع مكافآت هائلة إلى رؤسائهم، وعندما لا تمضى الأمور وفقًا لما يرجون، فإن المساهمين فى المنشآت وفى الحالات القصوى يعانى دافعو الضرائب من تحمل القدر الأكبر من الخسائر.

إن فشل السوق يبدأ على أرض التداول، حيث، كما هو معترف به على نطاق واسع، يكون لدى الأفراد حافز لتحمل مخاطر مفرطة بالنسبة لرأس مال المنشأة. وعلى الرغم من أن القائمين بالتداول عادة ما يكونون من الموظفين طوال الوقت، فإن إحدى الطرق المفيدة للتفكير فيهم هى أنهم رياديو أعمال ***Entrepreneurs*** يدخلون فى اتفاقات مشاركات فى الأرباح، لتأجير جزء من ميزانيات منشآتهم، وبدون الوصول إلى التمويل الرخيص يكون حتى أبرع القائمين بالتداول عاجزًا. ولكن مع مناصرة من منشأة قوية مثل سيتى جروب أو جولدمان يمكنه أن يحقق مكافآت طيبة. وبعض مكاتب التداول تعطى موظفيها ما يناهز

نصف الأرباح التى يحققونها فوق حد مستهدف معين. وعلى أى حال، فإن الاتجاه الهبوطى للقائم بالتداول يكون محدودًا. فإذا ما أسفرت تداولاته عن خسائر فقد يفقد وظيفته، ولكن ليس عليه أن يكتب للمنشأة صكًا لتغطية تكاليف أخطائه. وخطط الحوافز التى من هذا النوع تعادل قيام المنشأة بإعطاء القائم بالتداول قرضًا بدون حق الرجوع لتمويل عملياته، فإذا ما أسفرت تداولاته عن نتائج سيئة، لا يكون للمنشأة حق الرجوع على أصوله الشخصية، أو حتى على مكافأته التى اكتسبها فى سنوات عمله السابقة.

وهناك طريقة أخرى لتمييز هذه الترتيبات وهى "خيار القائم بالتداول". (***trader's option***) وذلك لأنها تعطى الموظف خيارًا مفتوحًا فى الجانب الأعلى من تداولاته. وتحاول بعض البنوك تخفيف هذه المشكلة عن طريق تقاضى إيجارات عن مكاتب ممارسة عمليات التداول على حساب المنشآت التى يتم التعامل معها. وإذا ما قام مكتب التداول بالاستثمار فى نواحٍ تتسم بالمخاطر، مثل السلع، فإن رسوم الإيجار تكون أعلى مما لو استثمر فى سندات الخزانة. وعندما تأتى هذه العمليات بنتائج طيبة، تتم مكافأة القائمين بالتداول عندما يقومون بخلق مراكز إيجابية بعد تعديلها وفقًا لعائد المخاطر، وتعرف عادة باسم "ألفا". وهذا النوع من هيكل المكافآت يمكن أن يخفف مشاكل الحوافز، ولكنه لا يلغيها. وعادة ما يحاول المجتهدون من القائمين بالتداول / اللعب على النظام بتحمل مخاطر لا تعكسها نقطة البداية التى يتم بها الحكم على أعمالهم. وإذا أخذنا مثلاً طريقة كتابة مبادلات التعثر الائتمانى، فإنه مقابل تلقى عائد إيجابى معظم الوقت، يتحمل مقدمو حماية الائتمان "المخاطر المختلفة ***tail risks***" للاحتمالات المنخفضة لحدوث نتائج شديدة السوء. "وهذه الإستراتيجيات تبدو كما لو كانت نتائج "ألفا" مرتفعة جدًا [أى عائد مرتفع مقابل مخاطر منخفضة]، ومن ثم يكون هناك حافز لدى المديرين للمضىّ

معها"[١] كما يقول راجورام راجان ***Raghuram Rajan***، الاقتصادى الذى ذكرت تفصيلاً تحذيراته فى عام ٢٠٠٥ فى مقدمة هذا الكتاب. "وعلى أى حال، فقد يحدث مرة فى كل فترة أن تنفجر" ولكن الضرر أو الدمار يمكن أن يستغرق وقتا طويلاً لكى يقع. وفى نفس الوقت، فإن القائمين بالتداول، الذين يتلقون أجورهم على أساس سنوى، يكونون هم الأكثر رغبة وترحيبًا للقيام بالمقامرة.

عادة ما تقع على كبار التنفيذيين فى المنشآت المالية مسئولية إدارة المخاطر التى تتحملها مؤسساتهم. وعلى أية حال، فإنهم بطرق كثيرة يواجهون مجموعة مماثلة من الحوافز التى يواجهها القائمون بالتداول، فإذا ما سارت الأمور مسارًا طيبًا، وإذا ما ساءت الأحوال، فإنهم يحصلون على مكافآت تقاعد سخية جدًا، ليستريحوا عليها. وفى الواقع فإن "خيار الرئيس التنفيذى ***CEO's option***" تبين أنه مشكلة أكبر من "مشكلة القائم بالتداول ***Trader's option***" وحتى أكثر مكاتب التداول حماسًا تواجه بعض محددات التداول، ويمكن لكبار التنفيذيين، بل وقاموا بذلك، وضع كافة المنشآت فى المسار المضبوط.

وقد اتبع فى وضع حزم التعويضات الهائلة لكافة التنفيذيين الرئيسيين فى وول ستريت، نفس النمط المستخدم فى الصناعات الأخرى. وفى خلال سنوات الستينيات والسبعينيات من القرن الماضى أبدى كثير من المعلقين والمستثمرين قلقهم من قيام كبار التنفيذيين الذين كان كل همهم يتركز فى بناء إقطاعاتهم الشخصية، ومقرات فخمة، ومنتجعات مترفة للشركات، وامتلاك الطائرات النفاثة الخاصة، بدرجة تفوق العمل فى مصلحة المساهمين. وفى إحدى الأوراق البحثية الناقدة والمنشورة عام ١٩٧٦، قام مايكل ينسين ***Michael Jensen***[٢]، الذى يعمل حاليًا فى جامعة هارفارد، والراحل ويليام ميكلينج ***William Mekling*** بوصف

---

(1) Rajan, "Has Financial Development Made the World Riskier?"

(2) Michael C. Jensen and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," Journal of Financial Economics 3, no. 4 (1976): 305-60

العلاقة بين الرؤساء التنفيذيين ***CEOs*** والمساهمين باعتبارها "مشكلة وكيل رئيسى ***Principal agent problem***" وهى معضلة تثور، إلى حد ما، عندما يقوم أحد الأطراف (الطرف الرئيسى)، بتوظيف شخص آخر (الوكيل) ليقوم بعمل. وكما يعلم أى شخص استأجر مقاولاً وكلّفه بعمل فقد يكون من الصعب مراقبة سلوك الوكيل: فالمقاول قد يقول إنه يعمل بحرص، ولكنه هل يقول الحقيقة تمامًا؟ غالبًا ما تكون هذه المعلومات مختفية. وهناك حلان معروفان لهذه المشكلة وهو أن تدفع للوكيل أتعابه بعد إتمام المهمة، أو أن تدفع أتعابًا مقابل نجاحه فى تنفيذ المهمة.

ومع الشركات العامة، يكون المساهمون هم الطرف الرئيسى ويكون التنفيذى الرئيسى ***CEO*** هو وكيلهم، ولما كانت الشركات عادة ما تكون كبيرة ومعقدة، فإن من الصعب القول من الخارج إذا كان التنفيذى الرئيسى ***CEO*** يقوم بعمله بشكل جديد. وإحدى الطرق أيضًا هى وضع مصالح المساهمين والتنفيذى الرئيسى ***CEO*** جنبًا إلى جنب، وهو الأمر الذى يتضح عند النظر إلى الخلف فى مكافأة الأخير بأعداد ضخمة من الأسهم، أو خيارات الأسهم. فإذا ما تم هذا، فإن التنفيذيين الرئيسيين سينظرون إلى أنفسهم، كما يجادل ينسين وآخرون ***Jensen & others***، باعتبارهم أصحاب الشركة بدلاً من أن يكونوا موظفين مستأجرين، وتكون النتيجة إدارة أفضل كثيرًا. "وفى المتوسط فإن الشركات الأمريكية تدفع لأكثر قادتها أهمية مثلما يحصل عليه البيروقراطيون"[١] هذا ما أدلى به ينسين، وكيفين ميرفى وهو اقتصادى يعمل الآن فى جامعة سوذرن كاليفورنيا كحجة فى مقالهما عام ١٩٩٠. "وهل هناك أى عجب أن يكون هناك كثير من التنفيذيين الرئيسيين ***CEOs*** الذين يقومون بأعمالهم كما يقوم البيروقراطيون بالعمل بدلاً من العمل على غرار الرياديين ***entrepreneurs*** الذين يسعون إلى تعظيم قيمة الشركات، من أجل تعزيز مراكزهم فى الأسواق العالمية؟".

---

(1) Michael C. Jensen and William H. Meckling, "CEO Incentives – It's Not How Much You Pay, But How," Harvard Business Review, no. 3 (May-June 1990): 138-53

لقد تنبهت شركات أمريكا وأخذت تنصت. ففي وقت حديث في الثمانينيات من القرن العشرين، حصل أقل من تنفيذى رئيسى واحد من بين كل ثلاثة على منحة من خيارات الأسهم، وفى عام ١٩٩٤ ارتفعت النسبة إلى سبعة من بين كل عشرة. وفى السنوات التالية أصبحت منح الخيارات الضخمة هى القاعدة، مما مكن التنفيذيين الرئيسيين **CEOs** مثل جاك ويلش **Jack Welch** من شركة جنرال إليكتريك، ومايكل إليزنر **Michael Elisner** من شركة ديزنى من تكوين ثروات بلغت قيمتها مئات المليارات من الدولارات. وسريعًا ما انتشر مذهب ينسين **Jensen Doctorine** إلى وول ستريت، حيث التنفيذيين مثل سانفورد ويل **Sanford "Sandy" Weill** "ساندى" من مجموعة سيتى جروب وموريس "هانك" جرينبرج **Maurice "Hank" Greenberg** من شركة **AIG** الذين جمعوا ثروات خرافية. وقد أثنى بعض اقتصاديى السوق الحر على التغيرات فى هيكل المكافآت والأجور مع إعادة تنشيط الشركات الأمريكية. بل إن ينسين **Jensen** أقر فى نهاية الأمر بأنها خلقت أيضًا مشاكل خطيرة، ظهر كثير منها فى أثناء الفضائح المحاسبية الكبرى فى الفترة ٢٠٠١-٢٠٠٢.

وفى أثناء فقاعة أسهم التكنولوجيا، قامت بعض المنشآت مثل لوسينت تيكنولوجيز **Lucent Technologies** وأمريكا أون لاين **America online** باستخدام خدع مراجعة للمبالغة فى مقدار ما يكتسبونه، بينما قامت شركات أخرى مثل إنرون، وورلد كوم وأدلفيا **Adelphia** بالعمل فى الخداع والاحتيال المباشر وخلق إيرادات زائفة مع إخفاء الخسائر. "لقد كنت أحد المدافعين عن الحركة فى اتجاه خيارات الأسهم، والمكافآت الأكثر تحررًا للتنفيذيين الرئيسيين"[1]. كان هذا ما أخبرنى به ينسين فى عام ٢٠٠٢. "ولكننى أصبحت الآن أنتقد المكان الذى نتجه

---

(1) John Cassidy, "The Greed Cycle: How the Financial System Encouraged Corporations to Go Crazy." New Yorker, September 23, 2002, 75

إليه". ولم يكن الأمر محض مصادفة أن تبزغ الفضائح المحاسبية بعد انفجار الفقاعة. فقد ارتفعت أسعار أسهم كثير من المنشآت إلى ما يفوق كثيرًا قيمتها، وكان المديرون فى تلك الشركات مع انتفاخ جيوبهم بخيارات الأسهم يناضلون من أجل خلق أرباح تبرر ما حصلوا عليه. "إننا منذ وقت طويل حتى الآن، كان لدينا موقف كانت فيه أسعار كثير من الأسهم قد ارتفعت بشكل كبير جدًا واستمر ينسين يقول "وهذا بالنسبة للمديرين مثل الهيروين بالنسبة للمدمن عليه".

وقد أظهرت الفضائح المحاسبية مدى ضعف تصميم ورسم خطط الحوافز والمدى الذى يمكن فيه لفقاعة أسعار الأصول أن تقدمها للوصول إلى آثار مدمرة. وقد تم التشهير بكل من تيكو دنيس كوزلوفسكى، ***Tyco Dennis Kolzowski*** وبرنى إيبرز ***Bernie Ebbers*** من شركة ***World com*** ومن شركة أدلفيا ***Adelphia's John Rigas*** جون ريجاس وتم سجنهم بسبب ما اقترفوه من كذب كثير، ولكن الأخطاء الفردية لم تكن فقط جزءًا من القصة. "إن من المهم معرفة أن هذا لم يكن نتيجة علم الغشاشين والمحتالين"[١]. هذا ما قاله ينسين لى. "إن هذا لم يكن كما لو كانت المافيا قد استولت على شركات أمريكا. إننا نتسرع كثيرًا فى القول – وتقوم أجهزة الإعلام بتغذية هذا – وإذا ما كان هناك شىء سيئ قد حدث، فإن ذلك يكون بسبب أن شخصًا سيئًا قد فعله، ولأن هذا الشخص كانت لديه نوايا شريرة، وأنه من المحتمل جدًا أن تكون هناك نظم سيئة فى المكان.

وفى الصناعة المصرفية، عادة ما تكون مشكلة حوافز التنفيذى الرئيسى ***CEO*** أقسى كثيرًا عنها فى الصناعات الأخرى. و"يرجع هذا جزئيًا إلى وجود تأمين الودائع، والتسنيد والانتشار الواسع لفرضية أن بعض المؤسسات كبيرة جدًا على السقوط" الذى يحدث الخطر المعنوى ***moral hazard*** – ولكن طبيعة

(١) نفس المرجع السابق، صحفة ٧٦

المضاربة المتأصلة فى التمويل تلعب دورًا أيضًا. وفى وول ستريت، فإن كثيرًا من القرارات مثل الدخول فى عمل معين أو ضمان صفقة معينة، يمكن التفكير فيها على أنها مقامرات خطيرة. وفى بعض دول العالم، يكون إيرادها جيدًا، وفى بعضها الآخر لا تنجح. وأحد المبادئ الأساسية فى تمويل الشركات هو أن المنشآت ينبغى أن تقوم بتنفيذ المشروعات التى يُرتجى من ورائها توليد أرباح اقتصادية، وأن تغض الطرف عن التى يتوقع منها الخسائر. وعلى سبيل المثال، لنفترض أن بنكًا يفكر فى القيام بصفقة بها فرصة تحقيق ربح يعادل ٦٠ مليون دولار بنسبة الثلثين وتحقيق خسارة بمبلغ ٦٠ مليون بنسبة الثلث. وبعملية حسابية بسيطة يتضح أن صافى الربح المتوقع من هذه الصفقة هو ٢٠ مليون دولار ([$\frac{2}{3}$ × ٦٠ مليون دولار] - [$\frac{1}{3}$×٣٠ مليــون دولار] = ٢٠ مليــون دولار) وهــو مــا يؤيد قيام البنك بهذه العملية.

والآن، لننظر فى مشروع أكبر كثيرًا، وهذا المشروع لديه فرصة $\frac{99}{100}$ لتوليد ربح يبلغ ١٠٠ مليون دولار، وفرصة $\frac{1}{100}$ لتحقيق خسارة بمبلغ ١٠ مليار دولار. (الصفقة قد تتضمن الدخول فى خط أعمال جديد، مثل الاستثمار فى سندات الرهون). فى هذه الحالة تكون قيمة المخاطرة المتوقعة هى خسارة ١ مليون دولار ([$\frac{99}{100}$×١٠٠,٠٠٠,٠٠٠] - [$\frac{1}{100}$×١٠,٠٠٠,٠٠٠,٠٠٠] = ١ مليون دولار)، وينبغى على البنك عدم الدخول فى هذا المشروع. ولكن هل سيقوم التنفيذى الرئيسى بذلك؟ لنفترض أن مرتبه السنوى يبلغ ٢ مليون دولار مضافًا إليه نسبة ٢% مكافأة من أرباح المنشأة. ولو قبل الصفقة، فستكون هناك فرصة بنسبة ٩٩% أن تنجح، وهو سيكسب ٤ مليون دولار (أى أنه يحصل على مرتبه السنوى

مضافا إلية مكافأة ٢ مليون دولار) فإذا ما قبل الصفقة وحدث ما لم يكن محتملاً، فإن البنك سيكون عليه أن يشطب ١٠ مليـــون دولار، ولكنـــه سيظـــل يحصـــل على ٢ مليون دولار قيمة مرتبه.

ويبين هذا المثال أن التنفيذيين الرئيسيين ***CEOs*** فى وول ستريت يمكن أن يظل لديهم الحافز فى قبول الرهانات الخطرة التى لا تكون فى الأجل الطويل فى مصلحة منشآتهم (ففى الأجل الطويل يمكن حدوث أشياء غير محتملة). والرافعة العالية التى تستخدمها لا تفعل إلا مجرد زيادة تأكيد المشكلة. وفى منشأة كبرى مثل إكسون – موبيل أو ميكروسوفت، يصبح للمصطلح "تعزيز القيمة للمساهم" مغزى حقيقى. ولما كانت مثل هذه المنشآت لا تتحمل إلا بحجم ضئيل من الديون، فإن العمل فى مصلحة المساهمين يعادل تعظيم قيمة المنشأة. ولكن بنوك وول ستريت تستخدم رافعة مهولة. وفى نهاية عام ٢٠٠٦ كانت حقوق ملكية المساهمين فى شركة ليمان براذرز تبلغ ١٩,٢ مليار دولار، بينما تبلغ الالتزامات المستحقة ٤٨٤ مليار دولار، بينما لدى بير ستيرنز ***Bear Stearns*** ١٢,١ مليار دولار، فى حقوق الملكية و ٣٣٨ مليار دولار فى الالتزامات، وكانت حقوق الملكية ٣٩ مليار دولار لدى ميريل لينش بينما بلغت الالتزامات ٨٠٢ مليار دولار. وفى مثل هذه المنشآت ذات رءوس الأموال الرقيقة، يمثل أصحاب الديون المستثمرة فيها قدرًا عظيمًا من قيمة الشركة، بينما لا تمثل حقوق ملكية المساهمين إلا مجرد لون فضى. وتحفيز التنفيذى الرئيسى ***CEO*** للتركيز بصفة مطلقة على قيمة المساهم يخلق تنازعًا محتملاً فى المصالح.

وأخيرًا، فإن بعض الاقتصاديين يدركون تمامًا هذه المشاكل. وفى إحدى الأوراق البحثية التى قدمت فى عام ٢٠٠٩. أشار لوسيان ببتشك ***Lucian Bebchuk*** وهولجر سبامان ***Holger Spamann*** من مدرسة القانون بجامعة

هارفارد، إلى أن إعطاء التنفيذى الرئيسى بوول ستريت حزمة ضخمة من الأسهم المقيّدة أو خيارات الأسهم يرقى إلى إعطائه رهانًا مثقلاً برافعة وغير متماثل على قيمة أصول المنشأة. وإذا كانت استثمارات البنك جيدة، فإن المساهمين، بمن فيهم التنفيذى الرئيسى ***CEO*** سيحصلون فعليًا على كافة المكاسب. ولكن إذا ما عانت المنشأة من خسارة هائلة، فإن أصحاب حقوق الملكية سرعان ما تُمحى حقوقهم، تاركين حَمَلَة السندات وغيرهم من الدائنين يتحملون الجانب الأكبر من العبء. وقد كتب ببتشك وسبامان، "إن هذه الهياكل القائمة على الروافع العالية هى التى أعطت للتنفيذيين حوافز قوية فى تحمل المخاطر المفرطة"(١). "وفى الواقع، فإنه فى ظل ظروف معينة يوافق التنفيذى الرئيسى الرشيد ***rational CEO*** فى وول ستريت على قيام البنك بالرهان فعليًا"(٢).

وهناك حجة مقنعة ظاهريًا ولكنها فى نهاية الأمر غير مقنعة فى مواجهة هذه الحجة، وهى أن التنفيذى الرئيسى مثل جيمى كاين ***Jimmy Cayne*** وديك فالد ***Dick Fuld*** قد أقاما هذه المراهنات الضخمة فى شركاتهما حيث كان لديهما جميع الحوافز التى تدفعهم إلى الحرص فيها، بدلاً من التهور، خشية حدوث أخطار تهدد ثرواتهما الضخمة. كانت الغلطة فى هذا المنطق هى أنه يبدأ من نهاية القصة بدلاً من بدايتها. وبحلول يناير ٢٠٠٧، للتأكيد على أن معظم منشآت وول ستريت كانت هائلة الثراء، على الورق على الأقل ولكن كثيرًا من هذا الثراء كان نتيجة استغلال منشآتهم لفقاعة المساكن وفورة ازدهار الائتمان: والإستراتيجيات الخطرة التى كانت مربحة حتى ذلك الوقت. (فيما بين عامى ١٩٩٨ و٢٠٠٦ ارتفعت أرباح

---

(1) Lucian A. Bebchuk and Holger Spamann, "Regulating Bankers' Pay." Harvard John M. Olin Discussion Paper No. 641, 1. يمكن الحصول على البحث من خلال الرابط:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1410072

(٢) نفس المرجع السابق، صفحة ٧٦

القطاع المالى فى الولايات المتحدة من ١٦٥ مليار دولار إلى ٤٢٧ مليار دولار. وكحصة من إجمالى الأرباح المحققة بواسطة كافة الصناعات المحلية، قفزت أرباح القطاع المالى من ٢٣% إلى ٣٢%)[١] ولا يوحى أى شخص بأن كاين وفالد وأونيل ***O'Neal*** كانوا يعرفون الفرص ويمسكون بتلك التى كانوا يتوقعون أنها ستؤدى إلى سقوط شركاتهم. بل، إنهم كانوا يشجعون تابعيهم على القيام بمراهنات كانت تبدو محتملة النجاح، ولكنها أيضًا كانت تتضمن إمكانات تحمل المنشأة لخسائر هائلة. وفى هذا الوقت، كان هذا الاحتمال يبدو بعيدًا، وهذا هو السبب فى قيام التنفيذى الرئيسى ***CEO*** بانتهاز الفرصة. وبنص كلمات بيتشك وسبامان "إن الحقيقة المجردة بأن الإستراتيجية الخطرة تتحول لإنتاج خسائر بمفعول ارتجاعى لا يعنى أنه ليس من الرشد اتباعها منذ البداية"[٢]. أما إذا كانت نتائج الأمور قد اختلفت، فإن التنفيذى الرئيسى لوول ستريت ربما كان قد ركبه الزهو واستأسد باعتباره عبقرية مالية. وحتى أغسطس ٢٠٠٧ كان كثير منهم قد استأسد فعلاً.

كان أونيل، مثلاً، هو أول أمريكى من أصل أفريقى يرأس منشأة كبرى فى وول ستريت. وعندما أصبح رئيسا لشركة ميريل لينش والموظف الرئيسى للعمليات فى عام ٢٠٠١، أنفق قدرًا كبيرًا من وقته فى تخفيض أعداد الموظفين، وتخفيض المصروفات، وقطع خطوط الأعمال الهامشية، وكانت هذه إستراتيجية أكسبته سمعة باعتباره "عاصرًا للأرقام وليس ذا خيال واسع"، ولكنه بعد أن حصل على لقب التنفيذى الرئيسى فى أواخر عام ٢٠٠٢، بدأ عملية توسع سريع فى

---

(١) الأرقام مستخرجة من جدول ***Table 6.16D, National Income and Product Accounts, Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce, July 31, 2009.*** يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=239&Freq=Qtr&FirstYear=2007&LastYear=2009

(2) Bebchuk and Spamann, "Regulating Bankers." 23

أعمال الرهون بشركة ميريل لينش، وشهد شراءها إحدى كبريات شركات مقرضى الرهون وهى شركة فيرست فرانكلين، وأصبحت ميريل هى المصدر الأول لالتزامات الديون المضمونة *CDOs*. وارتفعت أرباح ميريل ارتفاعا شديدا، وكذلك ارتفعت أسعار أسهمها. وأدى تغيير المسار إلى أن يعتبر الإعلام المالى أونيل على أساس أنه صاحب رؤية. وفى أبريل ٢٠٠٤ وصفته مجلة فورتشن ***Fortune*** بأنه "عبقرى إعادة الهيكلة"(١). وفى يوليو ٢٠٠٦، وضعته مجلة يوروموني ***Euromoney*** على غلافها وأعلنت "انظروا إلى سجل حياته، وأنصتوا لما يقول".

وفى وسط الفقاعة الائتمانية لا يكون الجلوس على الأطراف ببساطة أحد الخيارات الواقعية لشخص يدير مؤسسة مالية كبرى مملوكة ملكية عامة. إن السبب الرئيسى لحصول التنفيذيين الرئيسيين على هذه الحزم الضخمة من المرتبات والمكافآت هو تشجيعهم على تحقيق نمو استثنائى. وضبط التكاليف والمحافظة على جودة المنتج اثنان من عناصر مهامهم، ولكن التوسع السريع فى الحصة السوقية هو الذى يؤدى إلى اشتعال أسعار أسهم المنشأة ويرفع مكانة الرئيس. وحتى لو قام الرؤساء التنفيذيون فى وول ستريت بوضع تحفظات خاصة بشأن التحرك إلى النواحى الخطرة مثل الإقراض للشركات متدنية التصنيف ***Subprime lending***، فإنه بمجرد دخول منافسيهم إلى الميدان وقيامهم بتكوين الأموال، يكون المنطق الغريب والضاغط لمعضلة السجين هو الذى يتغلب.

وتقدم تجربة تشاك برنس ***Chuck Prince*** حالة دراسة واضحة. ففى نهاية عام ٢٠٠٤، كان ينظر إلى الذراع المصرفى الاستثمارى لمجموعة سيتى جروب باعتباره يتهاوى خلف منافسيه. وأصبح برنس ***Prince***، الذى تسلم منصبه كرئيس تنفيذى ***CEO*** فى ٢٠٠٣، واقعا تحت ضغط شديد لإعادة الحيوية إليه. ولما كان

---

(1) *John Cassidy, "Subprime Suspect," New Yorker, March 31, 2008*

برنس محامى شركات بحكم مهنته، فإنه قد ارتفع إلى قمة تلك الكتلة الضخمة سيتى *Citi* التى كانت تناضل للصعود من خلال عمله كمستشار قانونى لمنشئ المجموعة ساندى ويل *Sandy Weill*، الذى استقال فى تحقيق إليوت سبتزر *Eliot Spitzer* مع محللى وول ستريت. وفى بداية عام ٢٠٠٥ طبقًا لما ذكرته جريدة نيويورك تايمز، طلب مجلس إدارة سيتى من برنس وزملائه أن يضعوا إستراتيجية للنمو لأعمال السندات فى البنك، وقام أحد كبار أعضاء مجلس الإدارة، روبرت روبين *Robert Rubin*، وهو أيضًا وزير الخزانة السابق، الذى خدم أيضًا كرئيس للجنة التنفيذية لمجلس الإدارة، بتقديم النصيحة إلى برنس *Prince* بأن يرفع درجة تسامح سيتى بالنسبة للمخاطر وأن يتوسع فى نواحى نشاطها التى تتميز بسرعة النمو، بشرط أن تعمل المنشأة أيضًا على تحسين وتعزيز إشرافها عليها. "إننا يمكن أن نتحمل السعى للحصول على فرص أكثر من خلال الذكاء فى تحمل المخاطر"(١) كان هذا ما ذكره روبين *Rubin* بعد ذلك لجريدة نيويورك تايمز. وكانت الكلمة الرئيسية هى "الذكاء".

ومن الناحية النظرية، فإن برنس كان يمكنه أن يرفض العمل بموجب نصيحة روبين، وأن يقول لمجلس الإدارة إنه لا يعتقد بوجاهة فكرة قيام بنك فى مركز بنك سيتى بزيادة تحمله للمخاطر، وعلى أية حال فقد تم تنفيذ الأمر بذكاء. ولكن أسعار أسهم سيتى ظلت تراوح مراكزها طوال خمس سنوات، بينما كان منافسوه مثل واتشوفيا *Watchovia* واتحاد البنوك السويسرية، *UBS*، وميريل لينش منشغلين بكثافة فى سندات الرهون والتزامات الديون المضمونة *CDOs*. وكان الحرص يعنى فوات فرصة نمو كبيرة. وهو شىء لم يكن برنس، الذى أصبحت سلطته موضع تساؤل، على استعداد للقيام به. فقام بالترخيص بالتوسع السريع فى

---

(1) *Nelson D. Schwartz and Eric Dash, "Where Was the Wise Man?" New York Times, Sunday Business, April 27, 2008, 1*

أعمال التسنيد لبنك سيتى، وخاصة تلك التى كانت تتناول التعامل مع الرهون متدنية التصنيف ***Subprime*** والقروض من الشركات أصحاب الملكيات الخاصة (***leveraged buyout***). وبلغة نظرية اللعب ***game theory***، فإن اتخاذ نفس مسار الجمهور كان هو الإستراتيجية "المسيطرة" وإذا ما أخذ فى الحسبان ما كان يفعله كل شخص آخر، فإن هذا كان المسلك الرشيد الذى يجب اتباعه.

كان هذا هو محيط المقابلة الشهيرة لبرنس مع جريدة فايننشيال تايمز فى يوليو ٢٠٠٧، والتى قال فيها (طالما كانت الموسيقى تعزف فإن عليك أن تقوم وترقص). وفى النصف الأول من عام ٢٠٠٧، طبقًا للبيانات التى جمعتها "جمعية صناعة السندات والأسواق المالية" ***Securities Industry and Financial Markets Association***، فإن البنوك العاملة فى الولايات المتحدة أصدرت نحو ما قيمته ٢٦٠ مليار دولار من التزامات الديون المضمونة ***CDOs***[(١)]. ورغم ذلك، فإنه مع حلول الصيف، لم يكن من الممكن الاستمرار فى تجاهل المشاكل التى كانت تتراكم فى سوق الديون متدنية التصنيف ***Subprime market***. وكانت أسعار المساكن قد ارتفعت ارتفاعًا كبيرًا فى صيف عام ٢٠٠٦، وازدادت الانحرافات وحالات حبس الرهون ***foreclosures*** زيادة كبيرة. وفى شهر ديسمبر ٢٠٠٦ حذرت وكالة التصنيف الائتمانى فيتش ***Fitch*** من أن "الأعداد الكبيرة من المقترضين الذين يواجهون ارتفاعًا فى المدفوعات المُجَدولة فى عام ٢٠٠٧ ينبغى أن يستمروا فى وضع ضغوط سلبية على القطاع" وفى ٢٨ ديسمبر ٢٠٠٦، سجلت شركة أونويت مورتجيج سوليوشنز ***Onwit Mortgage Solutions***، وهى من أقوى شركات كاليفورنيا فى الإقراض متدنى التصنيف ***Subprime***، التماسًا بالإفلاس، بادئة بذلك

---

(1) "Global CDO Market Issuance Data," Securities Industry and Financial Markets Association. يمكن الحصول عليها من خلال الرابط: *http://www.sifma.org/research/pdf/SIFMA_CDOIssuanceData2008.pdf*

اتجاها. وفى فبراير ٢٠٠٧، أعلن بنك *HSBC*، البنك البريطانى الكبير، أنه قد شطب ١٠,٥ مليار دولار، يُعزى أغلبها إلى خسائر فى فرعه الأمريكى المخصص للتعامل فى القروض متدنية التصنيف *Subprime*، وهى شركة هاوس هولد فاينانس السابقة *Former Household Finance Corp*، التى اشتراها البنك فى عام ٢٠٠٣. وبعد أسابيع قليلة، جرى تعليق أسهم شركة نيو سينشرى *New Century* وسط مخاوف بأن الشركة قد تضطر لتقديم التماس بالإفلاس، وهو ما فعلته فى ٢ أبريل.

وفى يونيه ٢٠٠٧، قبيل بضعة أسابيع من مقابلة برنس لجريدة الفاينانشيال تايمز، اضطر بير ستيرنز *Bear Stearns* لضخ ٣,٢ مليار دولار فى صندوقى تحوط يقوم بإدارتهما. كانا قد عانيا خسائر كبيرة على حيازاتهما من السندات متدنية التصنيف. ولكن أعمال الملكيات الخاصة كانت ما تزال منتعشة، وكانت شركة بلاكستون *Blackstone*، إحدى أكبر شركات شراء الحصص، قد أصدرت أسهمًا فى بورصة نيويورك. وقد أقر برنس أن حدوث انفجار شامل فى سوق الأوراق متدنية التصنيف *Subprime market* يمكن أن يسبب جفاف السيولة فى أسواق السندات الأخرى المعززة بالأصول، ويترك مجموعة سيتى *Citi* وغيرها من البنوك محمّلة بعديد من القروض ذات القيمة المشكوك فيها والتى لا يمكن بيعها. (والسيولة هى القدرة على بيع الجزء الأكبر) وما زال يصر، أن سيتى *Citi* ليست لديه نية للتراجع. ويقول برنس "إن عمق تجمعات السيولة أضخم كثيرًا مما اعتاد أن يكون عليه بحيث إن حدوث أى اضطراب جديد يحتاج الآن إلى أن يكون أكثر إثارة للاضطراب مما اعتاد أن يكون عليه"[١]. ويستمر برنس قائلاً "عند نقطة معينة، سيكون الحدث المثير للاضطراب شديد القوة، بحيث يمكن للسيولة بدلاً من أن تقوم بعملية الملء أن تتوجه وجهةً أخرى. ولا أظن أننا وصلنا إلى تلك النقطة.

---

(1) *Nakamoto and Wighton, "Citigroup Chief Says Bullish."*

كانت إشارة برنس إلى الرقص ولعبة الكراسى الموسيقية – وصفًا لا تنقصه الصراحة للموقف الذى وجد فيه نفسه. وكان بعض التنفيذيين الرئيسيين فى وول ستريت، مثل أونيل ***O'neal*** وكاين ***Cayne***، يبدون سعيدين فى بعض الأوقات غير مدركين للمخاطر التى كانت منشآتهم تتحملها. ولكن برنس كان يعترف بصراحة بإمكان حدوث كارثة ويقول إنه على الرغم من كل شىء، فإنه وبنك سيتى ***Citi*** سيستمران فى التزلج فوق الفقاعة، آملاً أن يخرجا منها قبل أن تصبح حصادات. إن منطق اللا منطقية الرشيدة نادرًا ما تم التعبير عنه بمثل هذا الوضوح.

وسواءً أعرف برنس هذا الموضوع أم لم يعرفه، فإن برنس كان يتقمص كينز الذى أشار فى الفصل ١٢ من كتابه "النظرية العامة ***The General Theory***" إلى الحقيقة غير الملائمة وهى "أنه لا يوجد شىء اسمه سيولة الاستثمار للمجتمع بأسره"[1]. ومهما كانت طبقة الأصل – أسهم أو سندات أو عقارات أو أى شىء غير ذلك – فإنه إذا حاول كل شخص بيعه فى الوقت نفسه، ستنهار الأسعار، وسيتوقف السوق. ونظرًه لهذه الإمكانية قال كينز، إن الممولين كانوا مجبرين على إغلاق عيونهم عن "علم النفس الجماهيرى للسوق"، والذى يمكن أن يتغير فى أى لحظة.

هذه النتيجة المحتومة لأسواق الاستثمار المنظمة طبقًا لوجهة النظر المسماة "السيولة" لأنها، كما يقال، لعبة خطف، السيدة العجوز، أو الكراسى الموسيقية – وهى لعبة لإضاعة الوقت يكون المنتصر فيها هو الذى يقول "اخطف" ليس سريعًا جدًا أو متأخرًا جدًا، والذى يمرر السيدة العجوز إلى جاره قبل أن تنتهى اللعبة، والذى يؤمِّن كرسيًا لنفسه عندما تتوقف الموسيقى. وهذه الألعاب يمكن أن يجرى لعبها بحماس ومتعة، على الرغم من أن كل اللاعبين يعرفون أن السيدة العجوز هى التى تدور حول الحلقة، أو أنه عندما تتوقف الموسيقى سيجد بعض اللاعبين أنفسهم وقوفًا ودون مقاعد.

---

(1) Keynes, The General Theory, 155-56

الفصل الثانى والعشرون

جسر لندن يتهاوى

فى عام ١٩٩٦ قامت منطقة جنوب لندن ***London Borough of Southwark*** والمعهد الملكى للمعماريين البريطانيين ***Royal Institute of British Architects*** مع جريدة فاينانشيال تايمز، بتنظيم مسابقة لتصميم جسر جديد للمشاة عبر نهر التيمز، من موقع صالة تيت للفن الحديث ***Tate Modern art gallery*** إلى كاتدرائية سانت بول. وتقدم فريق يضم المعمارى سير نورمان فوستر ***Sir Norman Foster***، والنحات سير أنتونى كارو ***Sir Anthony Caro***، والمؤسسة الهندسية أوف أروب ***Ove Arup*** بالعرض الفائز، والذى كان عبارة عن جسر رائع معلق من الجانبين ذى أعمدة من الصلب بارزة على شكل زوايا منفرجة من طريق ألومنيوم ضيق. وبدا التصميم كما لو كان شيئًا من إبداعات الخيال العلمى السينمائى. وأصر واضعو التصميم على أنه يتحمل مرور خمسة آلاف من المشاة. ووافقت الحكومة البريطانية، التى كانت تستعد للاحتفال بالألفية الجديدة القادمة، على المساعدة فى تمويل المشروع الذى أصبح معروفًا باسم "جسر الألفية".

وفى ١٠ يونيه ٢٠٠٠ افتتحت الملكة إليزابيث الجسر، وشرع آلاف من الأشخاص فى عبوره. وفى خلال دقائق، بدأ جسر المشاة يتمايل ويتأرجح بشكل ينذر بالخطر، مما اضطر بعض المشاة إلى التعلق بالقضبان الجانبية. وذكر عديد منهم أنهم أحسوا "بدوار البحر". وسرعان ما قامت السلطات بإغلاق الجسر،

بدعوى أن عددًا كبيرًا جدًا من الأشخاص كانوا يستخدمونه؛ إلا أنها عندما أعادت فتحه، عاد الاهتزاز مرة أخرى. وفى يوم الاثنين ١٢ يونيه ٢٠٠٠ ووسط ارتباك عظيم تم إغلاق الجسر لأجل غير معلوم. وفى البداية كان مصدر الاهتزاز سرًا: فكان لدى بعض الناس فى أساسات الجسر، وقال آخرون إن السبب هو النمط الهوائى غير المعتاد. وكانت النتيجة التى توصل إليها مهندسو شركة أوف أروب هى أن المشكلة الحقيقية ترجع إلى المشاة على الجسر، فقد كان الجسر مصممًا ليهتز بلطف إلى الأمام وإلى الخلف مع هبَّات النسيم، ولكن المصممين لم يأخذوا فـــى حسبانهم مـــا يكفي لكيفية سيـــر الناس عبر الجسر التى تؤدى إلى المبالغة فى تحركاته.

إن أى شخص منَّا عندما يمشى، رافعًا إحدى قدميه وهابطًا بالأخرى، ينتج قدرًا ضئيلاً من القوى الجانبية. فإذا كان مئات من الأشخاص فى مساحة محدودة، وكان بعضهم يمشى بخطوات منتظمة، فيمكنهم أن يولدوا زخمًا جانبيًا كافيًا لتحريك جسر المشاة. وبمجرد أن يبدأ ممر المشاة فى التأرجح، تبدأ أعداد أكثر من المشاة فى تعديل طريقتهم فى المشى كى يشعروا بالراحة فى أثناء السير إلى الأمام وإلى الخلف بالتوافق مع الجسر. وإذا ما قام كل فرد بعمل ذلك فى الوقت نفسه، فإن القوى الجانبية تزداد بدرجة كبيرة، ويمكن للجسر أن يبدأ فى التمايل بعنف. وبمعنى آخر، فإن التذبذب يمكن أن يتغذى على حركته الذاتية. وقد أستنتج أن هذا هو ما حدث على جسر الألفية، بل إنهم وضعوا معادلة رياضية لوصف عملية إعادة التقوية الذاتية، الذى أُطلق عليها "الإثارة الجانبية المتزامنة" ***synchronous lateral excitation*** ولمنع المشاكل من العودة للحدوث قاموا بإنشاء عشرات من أجهزة امتصاص الصدمات تحت الجسر، وحول الأعمدة الداعمة، وعند نهايته. ومنذ ذلك التاريخ لم تعد هناك أى مشاكل.

والآن، ما هى علاقة كل هذا بالأسواق المالية؟ كما أشار الاقتصادى هيون سونج شين *Hiun Song Shin* فى إحدى أوراقه البحثية المستنيرة: "علاقات كثيرة". ففى معظم الأوقات تكون الأسواق المالية هادئة نسبيًا، والتداول منتظم، ويمكن للمشاركين أن يقوموا بعمليات البيع والشراء بكميات ضخمة. ولكن عندما تحل الأزمة – يندفع كثير من أكبر اللاعبين – من البنوك وبنوك الاستثمار وصناديق التحوط – نحو تخفيض تعرضاتهم، مما يؤدى إلى جفاف السيولة. وبينما فى السابق كانت هناك اختلافات وتنوعات فى الآراء، أما الآن فأصبح هناك إجماع: كل فرد يريد الخروج. "إن الأسواق المالية هى المثال الفائق لبيئة يكون فيها رد فعل الأفراد لما يحدث حولهم، وحيث تؤثر أفعال الأفراد على النتائج نفسها": هكذا كتب شين *Shin*، الذى شب فى كوريا وتعلم فى أوكسفورد وكلية الاقتصاد بجامعة لندن قبل أن ينتقل إلى منصبه الحالى فى جامعة برنستون. "إن المشاة على الجسر يتصرفون مثل البنوك تمامًا، ويعدّلون أوضاعهم وتحركات الجسر مثل تغيرات الأسعار. وأنت تبحث عن التنوع، ولكن سعر السوق هو قضيب الإضاءة الذى يفرض التماثل. وقد كانت هناك حالات كثيرة لفشل السيولة من هذا النوع"(١).

وقد اكتشف مهندسو أوف أروب أن هناك عتبة حرجة لكمية وحجم مرور المشاة الذين يستخدمون جسر الألفية. ووجدوا أنه مع عدد يقل عن ١٦٠ شخصًا على الجسر، لا يكون هناك خطر مطلقًا، ولكن مع أى عدد أكثر فإن الاهتزاز الذى يخشى منه يحتمل حدوثه. والأسواق المالية فى هذه الأيام تعمل بما يشبه كثيرًا هذه

---

(1) *Hyun Song Shin, "Commentary: Has Financial Development Made the World Riskier?" presentation to the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 2005, 383.*

يمكن الحصول عليه من خلال الرابط:

http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2005/pdf/shin2005.pdf

الطريقة، كما يوحى شين بذلك. وطالما ظلت السيولة فوق مستوى معين، فإن الأسواق تهيئ للأفراد توزيع ونشر المخاطر، والاستثمار فى أصول طويلة الأجل مثل العقارات، بثقة. ولكن إذا تراجعت السيولة تحت مستوى معين، "فإن كل العناصر التى أسهمت فى تكوين الدائرة الحميدة للترويج للاستقرار، تبدأ الآن فى التآمر على تقويضها،"[١] كما لاحظ شين. إن الأسواق المالية يمكن أن تصبح على درجة مرتفعة من عدم الاستقرار، وفى أسوأ سيناريو، يمكنها التوقف كليًا عن العمل. "إن ما لا نعرفه هو أين تكون العتبة" هذا ما استنتجه شين.

فى صباح يوم الخميس ٩ أغسطس ٢٠٠٧، أعلن بنك ***BNP Paribas***، وهو أحد أكبر بنوك فرنسا، أنه يعلق الاسترداد من ثلاثة من صناديقه الاستثمارية التى لديها حيازات ضخمة من سندات الرهون الأمريكية. ومع إشارته إلى "تبخر السيولة في شرائح معينة من سوق التسنيد بالولايات المتحدة" كما قال بنك ***BNP*** إنه "كان من المستحيل تقييم أصول معينة بشكل عادل بغض النظر عــن جودتها أو تصنيفها الائتماني"[٢]. وكانت وكالة التصنيف الائتمانى ستاندرد آند بورز وموديز ***Standard & Poor's and Moody's*** قبل شهر واحد قد أثارت أعصاب المستثمرين فى السندات متدنية التصنيف ***subprime*** بإعلانها أنها تراجع التصنيفات الائتمانية لما يقرب من ١٨ مليار دولار من سندات الرهون. ومنذ ذلك الوقت أصبحت أسواق السندات متدنية التصنيف فى حالة اضطراب، مع هبوط الأسعار وتوقف التداول على بعض الإصدارات تمامًا. وكانت الصناديق الاستثمارية الثلاثة لبنك ***BNP*** صغيرة، فإذا أُخذت معًا كان إجمالى قيمة أصولها

---

(١) نفس المرجع السابق، صفحة ٣٨٥

(2) "BNP Paribas Investment Partners Temporarily Suspends the Calculation of the Net Asset Value of the Following Funds, Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS EURIBOR and BNP Paribas ABS EONIA," BNP Paribas press release, August 9, 2007

قبل التعليق لا يتعدى ١,٦ مليار يورو (٢,٢ مليار دولار)، أى ليس كسرًا من مبلغ الـــ ٦٠٠ مليار يورو الذى يديره بنك *BNP*. وبالنسبة إلى تريليونات الدولارات التى يجرى تداولها فى الأسواق المالية العالمية يوميًا فإن مليارين من الدولارات ليسا أكثر من عملية تصحيح خطأ حسابى بسيط ***rounding error*** ولكن إعلان بنك ***BNP*** دفع الأسهم إلى الهاوية. وأغلقت معظم الأسواق الأوروبية علـــى نحـــو ٢% أو ٣% من وول ستريت، وهبط مؤشر داو ***Dow*** ٣٨٧ نقطة، أى ٣% تقريبًا.

كان هذا البيع متوسط القوة بمقارنته مع رد الفعل فى أسواق الائتمان العالمية واندفع المستثمرون إلى أمان السندات الحكومية، مما أدى إلى انخفاض حاد فى عائد تلك السندات. وفيما يتعلق بسوق الإقراض فيما بين البنوك، حيث تقدم البنوك ائتمانًا من كل منها إلى الآخر على أساس يومى، توقف نشاط الإقراض إلى حد كبير – وهو شيء لم يحدث منذ الأزمة المالية العالمية فى سبتمبر ١٩٩٨. والبنوك تعتمد على سوق الائتمان بين البنوك لتمويل عملياتها اليومية، وإذا سحب هذا التمويل فإن البنوك يمكنها أن تدخل فى حالة اضطراب خطيرة بسرعة. ولتجاوز هذا الخطر، أعلن البنك المركزى الأوروبى أنه سيتيح مبلغ ٩٥ مليار يورو فى شكل ائتمان طوارئ لكافة المؤسسات التى لا يمكنها الحصول على قروض من أى جهة أخرى. وفى الولايات المتحدة، قام الاحتياطى الفيدرالى بضخ نقد أكثر من النظام. وقد قال برايان ساك ***Brian Sack***، الاقتصادى الرئيسى فى هيئة مستشارى الاقتصاد الكلى، وهى هيئة اقتصادية استشارية كبرى فى الولايات المتحدة؛ أحد مراسلى الصحف أن أحداث اليوم "كان بها إحساس بمشاكل السيولة تماثل بعض الأحداث الماضية مثل عام ١٩٩٨. وأنا لا أقول إن المشكلة حادة بنفس درجة حدة عام ١٩٩٨ ولكن من المؤكد أنها كانت تبدو كذلك"[١].

---

(1) "ECB injects E95bn to aid markets," Financial Times, August 10, 2007, 1

وفى اليوم التالى، الجمعة ١٠ أغسطس تبين أن الأمور أصبحت أكثر سوءًا، وحث البنك المركزى الأوروبى على ضخ ٦١ مليار يورو أخرى فى النظام، كما حث الاحتياطى الفيدرالى على أن يؤكد للأسواق أنه سيقوم بإمداد البنوك الكبرى بائتمان قصير الأجل بقدر ما تحتاج. وكان السوق فى ذلك الوقت يواجه حالة حادة من المعلومات الخفية. ومع توقف التداول فى كثير من سندات الرهون أصبحت البنوك وبنوك الاستثمار وصناديق التحوط وصناديق الاستثمار المشترك، ووقفيات الجامعات، وصناديق المعاشات وغيرها من المؤسسات المالية، لديها حيازات من أوراق لا تعد ولا تحصى كانت ذات قيمة ضخمة ولكنها أصبحت الآن ذات قيمة لا يمكن تحديدها. فلم يكن هناك مشترون ببساطة.

وقد تسببت هذه الصدمة للنظام فى كافة أنواع المشاكل. وواجه بعض المستثمرين الذى كانوا يستخدمون روافع عالية، طلبات بزيادة الضمانات واضطروا إلى تخفيض مراكزهم. وكانت طلبات التغطية ***Margin Calls***، والبيع الجبرى هى الوصفة التقليدية لتحطيم السوق، ولكن هذا لم يكن انهيارًا على غرار عام ١٩٨٧. وبدلاً من الانزلاج اللولبى إلى أسفل، تجمد سوق سندات الرهون. ولم يكن لدى البنوك وغيرها من المقرضين أية وسيلة لتقدير مدى التعرض للمؤسسات المالية الأخرى. وبدلاً من تقديم الائتمان إلى منشأة منافسة يمكنها أن تتحول لتخرج من حالة الإعسار، اختارت البنوك اكتناز رءوس أموالها واضطروا البنك المركزى الأوروبى والاحتياطى الفيدرالى إلى أن يتقدم باعتباره الملجأ الأخير لمقدمى القروض.

كانت مشكلة المعلومات سيئة جدا بحيث إن كثيرًا من المؤسسات المالية لم تكن تعرف كم تساوى حيازتها من السندات متدنية التصنيف ***Subprime***. وبسبب الغموض الذى يكتنف سلسلة الرهون، لم تكن لديهم وسيلة إلا العمل للخلف ومعرفة

التقييمات على أساس ما تساويه الرهون الأصلية. أما فيما يتعلق بأصحاب سندات الرهون، فإن هذا النوع من المعلومات التفصيلية لم يكن موجوذا ببساطة. وقد كانوا، فيما سبق، يعتمدون على السوق لتقييم مختلف الشرائح من كل تسنيد. وعلى أى حال، فإن نظام التسعير الذى تعتمد عليه، الآن، كل اقتصادات السوق الحر قد تحطم تمامًا. وأصبح نظام هايك ***Hayek*** للاتصالات لا يصدر أى إشارات سعرية، فقد انهار السوق، وبدأت الأزمة الائتمانية العظمى للفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩.

إن معظم أزمات السيولة عادة ما تكون قصيرة الأجل. ويغلق السوق أبوابه لبضعة أيام بينما يجمع المستثمرون معلومات كافية لوضع أسعار جديدة، ثم يبدأ التداول من جديد. وفى هذه المرة فإن سوق السندات متدنية التصنيف ***Subprime*** فشل فى أن يعيد فتح أبوابه. وكذلك كان نفس الحال لكثير من أسواق السندات الأخرى المعززة بالأصول، مثل تلك التى تقوم على أساس الديون المستحقة على بطاقات الائتمان، وقروض الطلبة، وقروض السيارات. وكثير من أسواق الائتمان الأخرى تعمل بطاقة مخفضة إلى حد كبير، مما يسبب مشاكل شديدة للمؤسسات المالية التى اعتمدت اعتمادًا كبيرًا عليها فى التمويل قصير الأجل.

وكانت أولى المؤسسات التى أصابتها الأزمة وسائل الاستثمار المهيكلة ***SIVs***، والقنوات الائتمانية ***Conduits*** وغيرها من الهيئات المنشأة خارج الميزانية التى خلقت النظام المصرفى الظلى ***Shadow Banking System***. هذه الشركات الصغيرة ***Shell Comp's*** قامت بتمويل استثماراتها فى سندات الرهون وغيرها من الأصول طويلة الأجل عن طريق إصدار سندات قصيرة الأجل أطلقت عليها أوراق تجارية معززة بأصول ***Asset backed commpaper (ABCP)*** للبنوك، وصناديق الاستثمار وغيرها من المنشآت المالية. ومن الناحية العملية، وفى ليلة واحدة، اختفى سوق الأوراق التى كانت تصدرها الوسائل الاستثمارية المهيكلة ***SIVs***. وفى

أغسطس وسبتمبر هبط المبلغ القائم من الأوراق التجارية المعززة بالأصول (*ABCP*) بنحو ٣٧٠ مليار دولار.

كما ناضل أيضًا كثير من المؤسسات المالية الأكثر ظهورًا للعثور على تمويل. وفى أواخر أغسطس تمكنت شركة كنترى وايد فايننشيال ***Countrywide Financial*** فى الحصول على ضخ رأسمالى من بنك أوف أمريكا. بينما لم تصادف شركة نورذرن روك ***Northern Rock*** خامس أكبر مقرض للرهون فى بريطانيا نفس النجاح. ولم يكن للبنك، الموجود مقره الرئيسى فى نيو كاسل، وهى مدينة فى شمال شرق إنجلترا، أى اتصال مباشر بسوق السندات متدنية التصنيف ***subprime***، ولكن خبرته فى تدبير أموال ضخمة من المؤسسات المالية الأخرى قد أثار التساؤل حول مدى قابليته للاستمرار. وفى منتصف سبتمبر بدأ كثير من المودعين لدى نورذرن روك يقفون صفوفًا لسحب مدخراتهم. وخوفًا من انتشار حالة ذعر بين المودعين، وافقت الحكومة البريطانية على إنقاذ البنك.

ونظرًا لحلول الموسم ربع السنوى لتقديم الإقرارات، تأخر حتى شهرى أكتوبر ونوفمبر بدء تقديم إقرارات البنوك الأمريكية الكبرى فى الإفصاح عن بعض خسائر السندات متدنية التصنيف التى كانت متقيحة فى دفاترها منذ الصيف. وفى خلال أكتوبر أعلن ميريل، وسيتى جروب، واتحاد البنوك السويسرية ***UBS*** تخفيضات فى رءوس أموالها بمبلغ ٧,٩ مليار دولار، و ٦,٥ مليار دولار، و ٣,٤ مليار دولار بالترتيب. وفى تلك الأيام، كانت ٥ مليار دولار تعنى شيئًا كبيرًا. وبنهاية هذا الشهر، أجبر مجلس إدارة ميريل ستان أونيل *Stan O'Neal* على الاستقالة، وبعدها بأسبوع واحد استقال الرئيس التنفيذى *CEO* لمجموعة سيتى تشك برنس ***Chuck Prince*** أيضًا. وقد خصصت بعض المقالات التى كتبت عن رحيل أونيل لذكر إنجازه فى الصعود من ريف ولاية ألاباما إلى قمة القطاع المالى الأمريكى. وركز كثير منها على حزمة تقاعده التى بلغت ١٦٠ مليون دولار. كما

أن برنس، الذى صعد أيضًا من أصول متواضعة، تلقى مبلغًا أقل. وبدلاً من تعريض نفسه لأسئلة عن السبب الذى من أجله فشلت الكراسى الموسيقية فى مساعدتــه، أصــدر بيانًا يقول إن "استقالته كانت الحل النبيل الوحيد الذى كان علىَّ اتباعه".

وفى الشهور التالية، يكاد كل أنداد برنس أن يكونوا قد أعلنوا معاناة منشآتهم لخسائر ثقيلة، ولكن لم يستقل أى منهم. واقترض عديد منهم حيلة من جون ماك **John Mack** الرئيس التنفيذى **CEO** لبنك مورجان ستانلى **Morgan Stanley** الذى قام قبل أعياد الكريسماس (عيد الميلاد) بالإعلان فى نفس الوقت عن شطب ٩,٤ مليار دولار من رأس المال، جنبًا إلى جنب مع الأنباء عن ضخ ٥ مليار دولار فى رأس المال من جانب أحد صناديق الثروة السيادية الصينية، بل إنه حتى لو كان وول ستريت قد وضع نفسه فى حالة اضطراب، فإن إعلان مورجان يبدو أنه كان إشارة إلى أن هناك كثيرًا من الأجانب (وإن لم يكن هذا أمرًا شديد البراعة) الأثرياء على استعداد للتدخل فى عملية الإنقاذ. وكانت أزمة السندات متدنية التصنيف **Subprime** قد احتلت أنباء الصفحات الأولى، ولكن كان ما يزال هناك، قليل من الاعتراف العام بالأضرار التى قد يحدثها، وهو الأمر الذى ظل موضع استغراب ودهشة. وفى ٣١ ديسمبر ٢٠٠٧، أغلق مؤشر داو **Dow** السنة على ١٣,٢٦٤,٨٢، بارتفاع طفيف عن المستوى الذى كان عليه فى أول أغسطس.

كان صناع السياسات أيضًا، قد قللوا من قدر المصيبة التى كانت على وشك الظهور. وفى الكابيتول، فى مارس ٢٠٠٧، قال بن برنانكى محافظ الاحتياطى الفيدرالى إن مشكلة سوق السندات متدنية التصنيف **subprime market** "تبدو محتملة الاحتواء"[١] – وهى رسالة تمسك بها طوال الصيف، على الرغم من صيحات الغضب من بين آخرين كان جيم كرامر **Jim Cramer** مضيف برنامج

(١) شهادة بــن برنـــانكى. *Ben Bernanke, "The Economic Outlook," testimony before the Joint Economic Committee, US Congress, March 28, 2007*

النقود المجنونة ***Mad Money*** فى قناة ***CNBC*** التليفزيونيه. "لقد كان برنانكى أكاديميًا. وليس لديه فكرة عن مدى السوء هناك فى الخارج"[١] هكذا صاح كرامر فى ٣ أغسطس. "إنه مجنون! بل كلهم مجانين! ولا يعرفون شيئًا". كانت لدى الاحتياطى الفيدرالى معرفة أكبر مما كان يوحى به كرامر، ولكن تحليله كان خاطئًا. وعندما توقفت أسواق التسنيد، افترض بن برنانكى وزملاؤه أن الأمر كان مجرد أزمة سيولة ستقوم بحل نفسها. وفى الوقت ذاته يقوم الاحتياطى الفيدرالى بلعب دوره التقليدى فى أثناء فترات التوتر، كمقرض الملاذ الأخير، ويقوم بتقديم قروض إلى البنوك التى كانت تحتاج إليها. وفى ١٧ أغسطس، قام الاحتياطى الفيدرالى بتخفيض سعر الفائدة الذى كان يقدم به الائتمان إلى البنوك – سعر الخصم – بنسبة نصف نقطة فى المائة إلى ٥,٧٥%، ومدَّد شروط القروض التى يقدمها، ولكنه لم يغير أسعار فائدة الصناديق الفيدرالية. وفيما بين سبتمبر وأوائل ديسمبر ومع استمرار الاضطراب فى أسواق الائتمان، قام الاحتياطى الفيدرالى بتخفيض كل من سعر الخصم وسعر الفائدة للصناديق بإجمالى بلغ نقطة مئوية واحدة. وكان هذا تحولاً كبيرًا فى السياسة، ولكنه لم يَرْقَ إلى مرتبة الإجراء الحاسم الذى كان كرامر وبعض شخصيات وول ستريت يطلبونه "لقد أخطأت أنا وآخرون قبل ذلك فى القول بأن أزمة السندات متدنية التصنيف ***Subprime Crisis*** سيتم احتواؤها"[٢] هكذا قال لى برنانكى فى لقاء عام ٢٠٠٨. "إن علاقة السببية بين مشكلة المساكن والنظام المالى العريض كانت شديدة التعقيد ويصعب التنبؤ فيها".

ومن السهل، على مستوى معين، التعاطف مع برنانكى. ومنذ سنوات مضت، اقترح بول صامويلسون، الذى كان أحد أساتذة رئيس مجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى فى معهد ماساتشوسيتس للتكنولوجيا ***MIT*** بجامعة هارفارد،

---

(1) John Cassidy, "Anatomy of a Meltdown," New Yorker, December 1, 2008, 55

(٢) مقابلة الكاتب مع بن برنانكى، مقتبسة من ***John Cassidy, "Anatomy of a Meltdown," New Yorker, December 1, 2008, 55***

أن علم الاقتصاد لا يساعد كثيرًا فى فهم أزمات المضاربة. وقد قال ساخرًا "إن النظام الأكثر فائدة هو البدء بدراسة طبيعة الانهيارات"[١]. وكان هذا الرجل الكبير المسن فى الاقتصاد يبين نقطة جادة: وهى أن معظم حالات الانتظام فى البيانات التى حددها الاقتصاديون هى علاقات "توازن"، وهو ما يعنى أنها تتوقف عندما يكون الاقتصاد يعمل بشكل طبيعى. وفى أثناء حدوث اضطراب اقتصادى خطير، يتحطم كثير من العلاقات الراسخة وتبزغ علاقات جديدة، مما يؤدى إلى مضاعفة صعوبة التحليل والتنبؤ.

والانهيارات، من ناحية أخرى، لها بعض الديناميكيات القابلة للتنبؤ نسبيًا. وكما تسقط كتلة من الثلوج إلى أسفل الجبل، فإنها تزيح كثيرًا من الثلج فى مسارها، وهو ما يضيف إلى قوتها ووزنها. والقضية ضد برنانكى هى أنه حتى تجمد الاقتصاد من أسفل فشل فى الإقرار بتجمع الطوفان. وحتى ٢٧ أكتوبر، وفى اجتماع للمسئولين بالبنوك المركزية والتنفيذيين والاقتصاديين سأله أحد الحاضرين كيف ينبغى لمسئول من البنك المركزى أن يتناول مخاطر السياسة التى فرضتها فقاعة المساكن، والتى أجاب عليها بأنه ليس لديه وسيلة لمعرفة ما إذا كانت هناك هذه الفقاعة، وعند هذه المرحلة، كانت أسعار المساكن تهبط بثبات فى جميع أرجاء البلاد، وهذا شىء لم يكن الاحتياطى الفيدرالى ببساطة مستعدًا له. "ويمكنك أن تفكر فى حالة تكساس فى سنوات الثمانينيات، عندما انخفض البترول أو فى حالة كاليفورنيا فى التسعينيات، عندما أصابت حصة السلام صناعة الدفاع، ولكن تلك كانت أشياء إقليمية"[٢]. هكذا أخبرنى أحد صناع السياسة فى الاحتياطى المركزى فى أثناء دورة من المقابلات فى عام ٢٠٠٨ "لم يحدث هبوط على المستوى القومى منذ سنوات الثلاثينيات من القرن العشرين".

---

(١) مقابلة الكاتب مع بول صامويلسون، ١٩٩٨

(2) Cassidy, "Anatomy of Meltdown," 56

كان فشل برنانكى فى الإقرار بفقاعة المساكن انعكاسًا لفشله فى التخيّل. كما عكس أيضًا الرأى المؤسسى للاحتياطى الفيدرالى الذى كان دوره السليم لا يتضمن الدوران حول الفقاعات المتفجرة، ولكن يتركها لتتفجر وفقًا لطبيعتها. وكانت هذه الحجة، بدورها، مرتبطة باعتقاد هو أن للاقتصاد وجود راسخ مع اتجاهات ذاتية التوازن، أو وهم الاستقرار. وبرنانكى، على الرغم من سمعته كخبير فيما يتعلق بالكساد الكبير، فقد تقاسم هذا الرأى الحميد عن الرأسمالية الحديثة. وقد رأى أن الفترة من ١٩٢٩ إلى ١٩٣٣ تعتبر شذوذًا تاريخيًا، قامت السلطات النقدية فى أثنائها بالخطأ المدمِّر ألا وهو السماح لعرض النقود بالهبوط هبوطًا حادًا وللنظام المصرفى بالانهيار، وهكذا تم تحويل الركود إلى جائحة(*). وطالما أن الاحتياطى الفيدرالى لا يقوم بتكرار هذا الخطأ، كما يعتقد برنانكى، فإن النتيجة الاقتصادية من كارثة السندات متدنية التصنيف ستكون هى احتواءها.

كان عزاء رئيس مجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى وزملائه هو أن على الرغم من سرعة نمو سوق السندات متدنية التصنيف، فقد بقى السوق صغيرًا نسبيًا. ومع كل ذلك، فقد كان هناك ما قيمته نحو ١٢ تريليون دولار من رهون المنازل فى الولايات المتحدة ما زالت قائمة، وكانت قيمة سوق السندات متدنية التصنيف منها تبلغ ١ تريليون دولار فقط أو نحو ذلك. وفى بداية ٢٠٠٧ كانت قيمة سوق الأسهم فى الولايات المتحدة تبلغ نحو ١٨ تريليون دولار. وحتى لو مُحيت نصف قيمة الرهون متدنية التصنيف – وهو افتراض شديد التطرف، فقد كان يبدو لكثيرين فى الاحتياطى الفيدرالى – أن الخسارة الناتجة فى الثراء ستعادل نحو ٣% من التحرك فى سوق الأسهم، وهو أمر معتاد. وقد اعتقد برنانكى وزملاؤه أيضًا أن الجزء الأكبر من أى خسائر فى سوق السندات متدنية التصنيف

(*) الجائحة = التغير العنيف، أو المصيبة الكبرى (المترجم).

ستتركز خارج النظام المصرفى، والذى يملك هو ذاته ١٤ تريليون تقريبًا فى الأصول. ومع ذلك، فإن توزيع الخسارة كان ينظر إليه باعتباره فائدة عظيمة لعملية التسنيد، وكان هذا هو السبب الرئيسى الذى جعل ألان جرينسبان يؤيد الفكرة فى المقام الأول.

وفى الشهور النهائية لعام ٢٠٠٧، والجزء الأول من عام ٢٠٠٨، تكشفت كل من هذه الحجج المطمئنة، ابتداءً من الرؤيا بأن البنوك الكبرى ستبقى مسئولة ماليًا عن كثير مما قيمته مليارات الدولارات من السندات متدنية التصنيف وغير ذلك من الأصول المضطربة التى قامت بتحويلها إلى وسائل الاستثمار المهيكلة، وإلى غيرها من الشركات الصغرى. ومع انهيار سوق الأوراق التجارية المعززة بالأصول ***asset-backed commercial paper market***، فإن الطريقة الوحيدة التى كان يمكن بها لكثير من هذه الأوراق المخلّقة تمثلت فى اللجوء إلى الخطوط الائتمانية التى أنشأتها شركاتها الأم. وبعيدًا عن توزيع المخاطر المصاحبة للسندات متدنية التصنيف ***Subprime***، فإن عمليات التسنيد وبناء النظام المصرفى الظلى ساعد تركيزه فى قلب عالم المال، فى بنوك عالمية ضخمة مثل سيتى جروب، وجى بى مورجان ***J.P. Morgan Chase***، و ***HSBC***. وعندما بزغت تلك الحقيقة، سببت ذعرًا كبيرًا فى كل من الاحتياطى الفيدرالى ووزارة الخزانة. "إننا نعلم أن البنوك كانت تخلق قنوات ائتمانية وآليات ووسائل استثمارية مهيكلة ***SIV's*** قامت بإصدار أوراق تجارية، هذا كان ما ذكره لى أحد كبار صناع السياسات الأمريكيين فى عام ٢٠٠٨"[١]. "ولا أظن أننا أدركنا ما هو المدى الذى سيعود فيه إلى الميزانية عندما تنمحى الثقة".

---

(١) مقابلة مع الكاتب، سبتمبر ٢٠٠٨

وقد قام وزير الخزانة هنرى (هانك) بولسون *Henry Paulson* لفترة وجيزة بترويج الفكرة الصعبة التى تقضى بقيام البنوك الكبرى بإنشاء وسيلة استثمار مهيكلة كبرى *Super SIV* برأس مال ٨٠ مليار دولار لإنقاذ وسائل استثماراتهم المهيكلة الخاصة بكل منهم، ولكن السؤال الذى ثار على الفور هو: من سيقدم التمويل إلى هذه الآلية السوبر *Super SIV*؟ وما لم توافق الحكومة الفيدرالية على القيام به، فإن الخيار كان – فى هذه المرحلة، لن يرحب بولسون بتشجيعها – وهكذا لم تكن الخطة قابلة للبدء فيها. وفى نوفمبر، قبل بنك *HSBC* الواقع وأعلن خطة بإدخال اثنتين من وسائل الاستثمار المهيكلة تملكان ٤٥ مليار دولار من الأصول فى ميزانيته. وبعد شهر واحد، قامت سيتى جروب التى كانت قد أنشأت أول وسيلة استثمار مهيكلة *SIV* فى عام ١٩٨٨، وتراجعت عن بيانها السابق وقالت إنها ستحول ٤٩ مليار دولار من الأصول إلى دفاترها. وهذه الأصول المسمومة – وجرى انتشار وتناقل هذا المصطلح – كانت منفصلة عما يقرب من ٥٥ مليار دولار مستثمرة فى سندات متدنية التصنيف كانت سيتى جروب قد قامت بمراكمتها فى حسابها الخاص، وقد عملت هذه المبالغ على تقديم مبلغ ٧,٥ مليار دولار كانت المجموعة قد اقترضته من صندوق استثمار أبو ظبى.

كان الانفجار الداخلى للنظام المصرفى الظلّى مجرد عامل واحد من عدة عوامل عملت على تضخيم انهيار السندات متدنية التصنيف، ورفعه إلى أسوأ انهيار مالى منذ ثلاثينيات القرن العشرين. وكان العنصر الأكثر أهمية ومحل الجدل هو "الإثارة الجانبية المتزامنة *Synchronous lateral excitation*" ومع "تجمد سوق المنتجات المسنّدة *market for securitized products*" فإن البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الأخرى كانت مضطرة لبيع كثير من أنواع الأصول المالية الأخرى، مما تسبب فى هبوط أسعارها وإلى ازدياد كثافة الكارثة. وبطريقة مماثلة لما حدث لجسر الألفية، فإن الاضطراب المبدئى كان يتغذى على نفسه ويصبح

أكبر فأكبر. ولسوء الحظ لم تكن هناك طريقة لإغلاق أسواق الائتمان وتطهيرها من الأشخاص ذوى الاستثارة المفرطة.

وكما اقترح هيون سونج شين *Hyun Song Shin* فإن ما أمكن حدوثه هو قيام الأسعار بلعب دور رئيسى فى تنسيق هذا السلوك المناوئ للذات. والآخر هو أن تخفيض الأسعار يولِّد خسائر أكثر بجانب البيع، وهو ما يؤدى إلى تخفيضات أكثر فى الأسعار. ويصوّر شكل (٢٢-٢) والمقتبس أيضًا من محاضرات شين هذه العملية التى تعيد التقوية ذاتيًا وتقارنها بالعملية التى جرى فيها إغلاق جسر الألفية. أما العوامل الرئيسية الأخرى فكانت الرافعة ومجموعة من القواعد المحاسبية التى اضطرت المنشآت المالية للاعتراف بالخسائر بسرعة. ولعدة عقود، ظلت البنوك تقوّم كثيرًا من الأصول التى فى حيازتها بنفس التكلفة التى اشترتها بها. وابتداء من التسعينيات فى القرن العشرين، على أية حال، قامت السلطات التنظيمية بتشجيع أصحاب الأصول المالية باستبدالها بأسعار السوق، كلما أمكن ذلك. وفى سبتمبر ٢٠٠٦ أصبحت هذه السياسة رسمية فى كتاب مجلس معايير المحاسبة المالية، القاعدة ١٥٧. وبالنسبة لكثيرين فإن هذا التحول إلى المحاسبة حسب أسعار السوق "*mark-to-market*" بدا وكأنه خطوة تقدمية نحو الدقة، ولكن بالنسبة إلى جارى جورتون *Gary Gorton* وهو اقتصادى من جامعة ييل *Yale* أشار فى ورقة بحثية له عام ٢٠٠٨، أنه يتضمن أيضًا التزامًا لكلية الاقتصاد بجامعة شيكاغو. "إن المنطق ينبع من فكرة أنه إذا كانت الأسواق تتمتع بالكفاءة، أى إذا كانت الأسعار تعمل على تجميع المعلومات ومعتقدات المشاركين فى السوق، فإن هذا يكون أفضل تقدير "للقيمة"[1]. كما كتب جورتون.

---

(1) Gary Gorton, "The Panic of 2007," paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 2008

وفى عالم تكون فيه الأسواق معرّضة لحدوث فقاعات وانهيارات، وإجبار البنوك على استخدام أسعار سريعة التذبذب كأساس للتقويم طويل الأجل يمكن لذلك أن يؤكد بشدة على معدل دوران النظام المالى بأسره: وفى الواقع فإنه جنبًا إلى جنب مع سلوك حرية العمل ***Laissez-faire*** فى رافعة البنوك، يمكن عمليًا أن يضمن ظهور حالات الازدهار والركود. والمثال التالى، الذى عملت على تكييفه من مجموعة من المحاضرات التى ألقاها شين[١] فى عام ٢٠٠٨ سيعمل كما آمل على تصوير المشكلة(*).

جدول رقم (٢٢- ١) لولب الخسائر

مجموعة جـ		**مجموعة ب**		**مجموعة أ**	
التزامات	أصول	التزامات	أصول	التزامات	أصول
١٥٢ ديون	١٦٠	١٩٠ ديون	١٩٨	١٩٠ ديون	٢٠٠
٨ حقوق ملكية		٨ حقوق ملكية		١٠ حقوق ملكية	
نسبة الرافعة		**نسبة الرافعة**		**نسبة الرافعة**	
١٦٠/٨ = ٢٠		١٩٨/٨ = ٢٤,٧٥		٢٠٠/١٠ = ٢٠	

(الأرقام بالمليار دولار)

(١) انظر على سبيل المثال: *Hyun Song Shin, "Endogenous Risk," Clarendon Lectures in Finance, Oxford University, June 2-4, 2008*

(*) (تم تعديله من محاضرات كلارندون فى التمويل، هـ.س.شين – بجامعة أكسفورد من ٢-٤ يونيه ٢٠٠٨).

إن نسبة الرافعة فى منشأة وول ستريت عادة ما تكون مساوية للقيمة الإجمالية لأصولها مقسومة على قيمة رأس المال المملوك. ولنفترض أن إحدى منشآت وول ستريت كانت تستهدف استخدام نسبة رافعة = ٢٠ - وهو رقم متحفظ تمامًا وفقًا لمعايير أوائل أعوام الألفية الثانية. ولنفترض أيضًا أنه كان لديها ٢٠٠ مليار دولار ممثلة فى أصول، تمولها بمبلغ ١٠ مليار دولار حقوق ملكية و ١٩٠ مليار ديون. [ميزانيتها مبينة فى المجموعة أ من جدول (٢٢-١)]. والآن لنفترض أن القيمة السوقية لأصول البنك هبطت بنسبة ١% أو ٢ مليار دولار، ربما بسبب انخفاض فى محفظته من السندات متدنية التصنيف ***Subprime securities***. فإنه يكون على البنك، طبقًا لطريقة المحاسبة حسب أسعار السوق ***Mark-to-market*** أن يعترف بهذه الخسائر مباشرة، وهو ما يحدث قدرًا يثير الدهشة من الضرر فى ميزانيته. وبعد إجراء التغيير، فإن أصوله ستصبح قيمتها ١٩٨ مليار دولار. ولما كان ما زال عليه ديون بمبلغ ١٩٠ مليار، فإن حقوق ملكيته تكون قد نقصت إلى ٨ مليار دولار، أى بهبوط نسبته ٢٠%.

وهذا الهبوط يبين كيف أن الرافعة يمكنها تضخيم الخسائر الصغيرة، ولكن هذا ليس كل شيء. فقد أصبحت نسبة رافعة البنك، مرتفعة جدًا، إذ ارتفعت إلى نسبة ٢٤,٧٥% (تظهر الميزانية بعد مراجعتها فى مجموعة ب من جدول ٢٢-١). ولما كانت هذه الأرقام تظهر بوضوح، أن إعادة نسبة رافعة البنك تتضمن تقليص ميزانيته كثيرًا، والدخول فى عمليات كبيرة لبيع الأصول. فإذا ما قرر البنك أنه بدلاً من إصلاح نسبة الرافعة المستهدفة، سيقوم بتخفيضها - وهو رد فعل معتاد للخسائر، فإنه سيضطر إلى بيع أصول أكثر.

هذا لم يكن سوى جزء واحد من العرف المعتاد. ففى فترة اضطراب السوق تواجه جميع المؤسسات المالية ضغوطًا متماثلة لتخفيض الرافعة. وهذا هو موضع

التوازى مع جسر الألفية إذ يصبح ضيقًا بشكل خاص. "وتؤكد المحاسبة حسب أسعار السوق أن أى تغير فى الأسعار يظهر فورًا فى الميزانية"[1] كما كتب شين. "ولذا، عندما يتحرك الجسر، تقوم البنوك بتعديل أوضاعها بأكثر مما اعتادت عليه، والمحـــاسبة حسب أسعـــار الســـوق تضمـــن أن الجميع يفعلون الشيء نفسه فى الوقت نفسه ".

والنتيجة هى مثال مبهر آخر للاّ منطقية الرشيدة. فبينما تحاول البنوك تقليص ميزانياتها، ففى نفس الوقت، ستنخفض الأصول التى تبيعها، مسببة لهذه البنوك تحمل خسائر أكبر ومحبطة لجهودها فى تخفيض رافعتها. وما لم يتدخل شيء فى هذه العملية، فإنها يمكن أن تؤدى إلى "لولب خسائر"، بينما يعمل استمرار انخفاض الأسعار على توليد خسائر وعمليات بيع أكثر. ويصور شكل (٢٢-٢) الذى تم تعديله واقتباسه من محاضرات شين، هذه العملية لإعادة التقوية الذاتية ومقارنتها بتلك التى أدت إلى إغلاق جسر الألفية.

إن الدائرة الخبيثة للأسعار الهابطة والخسائر هو التكملة المنطقية للدائرة الحميدة التى تعمل فى أثناء المرحلة العليا من الدائرة الاقتصادية. وفى أثناء الأوقات الطيبة، يؤدى برفع قيم الأصول إلى إعطاء دفعة لرءوس الأموال المملوكة للبنوك، مما يشجعها على تقديم قروض أكثر ومراكمة أصول أكثر. ولما كان عمل كل هذا يتم فى وقت واحد، فإن ارتفاع الطلب على الأصول المالية يحافظ على استمرار ارتفاع الأسعار. وفى كلتا الدائرتين الشريرة والحميدة، فإن ما يستحق الملاحظة هو أن منحنى الطلب على الأصول المالية يتخذ خطًا ملتويًا إلى أعلى (*upward sloping*)، وارتفاع الأسعار يولِّد طلبًا أكثر، وانخفاض الأسعار يولد طلبًا أقل. وكما هو الحال فى سوق المساكن، فإن هذا التعليق للقوانين العادية

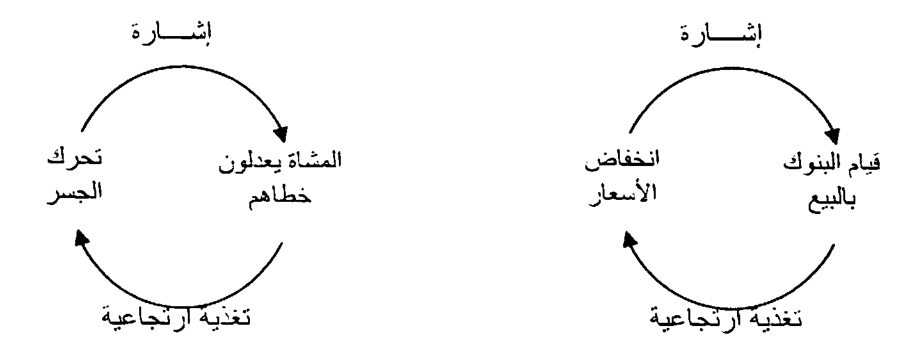
---

(1) Shin, "Commentary: Has Financial Development Made the World Riskier?" 384

للعرض والطلب التى تجعل الموقف غير مستقر. وعندما تتخذ منحنيات الطلب الشكل الخاطئ، فإن جميع الأدوية المطمئنة الواردة فى منهج علم الاقتصاد للسنة الأولى لا تنطق. والأسعار قد تستقر فى نطاق ضيق، ولكنها يمكن أيضًا أن تدور بشكل عنيف أو يمكنها أن تكسب زخمًا عند أنفسهم وأن ينفجر فى اتجاه واحد. كما أن المناداة باللجوء إلى "كفاءة" السوق لحل هذه المشكلة لا يمكنها أن تقدم شيئًا. إن عنصـــر المضـــاربة موجود فى كل الأسواق المالية وهو الذى يعطى منحنى الطلب نزعته الإيجابية.

وفى أواخر عام ٢٠٠٧، وقع كثير من المنشآت المالية فى فخ لولب للخسارة من نوع يماثل ذلك الموجود فى شكل (٢٢-٢). فمن الخارج كان من الصعب نسبيًا الكشف عنه إذ أن البنوك وبنوك الاستثمار لا تعلن عندما تقرر تخفيض نســب رافعتها وتلقيص ميزانياتها، ولكنها تمضى إلى الأمام وتقوم بعمل ما تريد.

شكل ٢٢-٢: الدائرة الخبيثة



(معدل من محاضرات كلارندون فى التموين، جامعة أوكسفورد. يونيه ٢-٤، ٢٠٠٨)

ولكن إحدى عمليات التفتيش على حساباتها العامة تُظهر ما كان يحدث. ففى صيف ٢٠٠٧ عندما كانت أزمة السندات متدنية التصنيف ***subprime*** فى بدايتها، كان لدى ميريل لينش ما يزيد على ١ تريليون دولار من الأصول. وبعد سنة، فى سبتمبر ٢٠٠٨ تم تقليص ميزانيته إلى نحو ٨٧٥ مليار وهو تخفيض بنسبة الثمن، وفى نوفمبر ٢٠٠٧ كان لدى مورجان ستانلى أيضًا نحو ١ تريليون دولار من الأصول، وبعد ذلك بسنة لم يكن لديه سوى نحو ٦٦٠ مليار دولار، أى أنه تخفيض بنسبة الثلث. وفى ديسمبر ٢٠٠٧ كان إجمالى ميزانية سيتى جروب يناهز ٢,٢ تريليون دولار، وتقلص بعد ذلك بسنة إلى ما يزيد بمبلغ طفيف عن ١,٩ تريليون دولار، أى أن النقص كان بنسبة تزيد على العشر، وفى نوفمبر ٢٠٠٧ كان لدى جولدمان ساكس ١,١ تريليون دولار من الأصول، وبعد ذلك بسنة واحدة كان إجمالى الأصول ٨٨٥ مليار دولار، أى كان تخفيضًا بنسبة الخُمس وبالنسبة لكل من تلك المنشآت، كانت عملية التقليص وتخفيض الرافعة إستراتيجية معقولة وضرورية. ومن المنظور العريض للنظام، فإنها لم تفعل سوى إضافة إلى زخم الهبوط وإلى احتمالات انفجارات أخرى.

إن اللولب الحلزونى للخسائر فى القطاع المالى لم يكن سوى واحد ذى دوائر خبيثة عديدة منفصلة ولكنها مرتبطة ببعضها وتعمل فى مقاومة الاقتصاد. وفى سوق الإسكان الراكد، كانت حالات حبس الرهون تزداد بسرعة، مما سبّب تخمة كبيرة فى البيوع الجبرية وأضاف إلى الضغوط على الأسعار. وفيما بين الربع الثالث من عام ٢٠٠٧ والربع الثالث من عام ٢٠٠٨، هبط متوسط أسعار المساكن فى أرجاء البلاد بنسبة ١٧%، طبقًا لمؤشر ستاندارد أند بورز/ كيس – شيللر ***S&P/ Case-Shiller index***[١]. وفى مدينة فونيكس ***Phoenix***، مثلاً، فيما بين

(1) *Case-Shiller Home Price Indices*

سبتمبر ٢٠٠٧ وسبتمبر ٢٠٠٨ هبط متوسط الأسعار بنسبة ٣٢%. وفى ميامى فى نفس الفترة، بلغ نقص متوسط الأسعار ٢٨%، وفى سان دييجو كان النقص ٢٦%. وبالنسبة لأمة نمت مع اعتيادها على ارتفاع قيمة مساكنها كل عام: كانت هذه أرقاما منذرة.

وفى صناعة السندات متدنية التصنيف ***subprime***، حيث كانت الرهون مصممة على أساس افتراض أن الأسعار ستستمر فى ارتفاعها إلى الأبد، وأن انخفاض أسعار سوق المساكن له أثر مدمر. وكان كثير من المقترضين الذى أخذوا قروض السندات المتدنية التصنيف ٢/٢٨ فى عامى ٢٠٠٥ و٢٠٠٦ لم يتموا حيازتهم لحقوق ملكية بما يكفى لتغطية المصروفات والأتعاب المصاحبة لعملية إعادة التمويل، وكانوا يواجهون أعباء مفرطة التكلفة المرتبطة بمدفوعاتهم الشهرية. وكان الاضطراب الموجود فى أسواق الائتمان يضيف إلى هذه المشكلة. ومع قرض ٢/٢٨، عادة ما يكون سعر الفائدة بعد سنتين مرتبطا بسعر الفائدة فيما بين بنوك لندن لليلة واحدة ***LIBOR***، والذى كان قد ارتفع ارتفاعا حادا منذ صيف ٢٠٠٧. وبدلا من النظر إلى مبلغ الارتفاع الذى بلغ ٢٠٠ دولار إلى ٣٠٠ دولار فى مدفوعاتهم الشهرية، كان المقترضون يواجهون ارتفاعات تبلغ ما بين ٥٠٠ دولار و٦٠٠ دولار أو حتى أكثر من ذلك. وبحلول فبراير ٢٠٠٨، كان واحد من بين كل أربعة مقرضين للقروض متدنية التصنيف متأخرا لمدة شهر على الأقل فى مدفوعاته، وذلك طبقا للمعلومات المالية لمنشأة ***Equifax***.

وبالنسبة لكثير من أصحاب المساكن فإن الإخفاق فى سداد القسط الشهرى كان أول خطوة نحو الطرد من المسكن. وفى شهر مايو ٢٠٠٨ وحده، طبقا لمجلة ريالتى تراك ***Realty Trac***، وهى شركة أخرى للمعلومات المالية، كانت هناك حالات حبس رهون بناء على طلب المقرض – وإخطارات بالتعثر والتوقف عن

الدفع – وإخطارات بيع بالمزاد العلنى – وإعادة الملكية للبنوك على ٢٦١,٢٥٥ من الممتلكات فى جميع أرجاء الولايات المتحدة[١]. (وقد سجلت أعلى النسب فى ولاية نيفادا حيث تسلم واحد من بين كل ستة وتسعين لملكية المساكن إنذارًا بحبس الرهن فى مدينة لاس فيجاس) وفى كاليفورنيا وأريزونا وفلوريدا. وقد تمت تسوية بعض هذه النزاعات بدون الوصول إلى حبس الرهن الفعلى. وكانت البنوك أكثر ميلاً لإجراء البيع القصير، التى يباع فيها المسكن بأقل من قيمة الرهن، مع قيام المقرض باستيعاب الخسارة. وفى بعض الحالات وافقوا أيضًا على تعديل القروض، مثلاً. بتعديل آجالها، وإذا ما فشلت هذه الخيارات، على الرغم من كل ما سبق، عادة ما يكون نزع الملكية هو النتيجة. وفيما بين أغسطس ٢٠٠٧ وأكتوبر ٢٠٠٨، تم حبس رهون ٩٣٦,٤٣٩ مسكنًا[٢].

وقد تركت إعداد كبيرة من أصحاب الرهون مساكنها اختيارًا، وذلك بدلاً من الاستمرار فى دفع أقساط عن قروض أصبحت الآن أكبر من قيمة العقارات، ولذا فإنهم يختارون إعادة مفاتيح المساكن. وبحلول ربيع عام ٢٠٠٨، طبقًا لما ذكره مارك زاندى ***Mark Zandi***، الذى يعمل على موقع الاقتصادى لشركة موديز ***(Moody's. Economy. Com)*** كان نحو ٨,٥ مليون من ملاك المساكن، أو نحو واحد من كل سبعة من حائزى الرهون، أصبح لديهم "ملكية سالبة ***negative equity***" فى مساكنهم. مما أعطاهم حافزًا على حزم حقائبهم والرحيل. وفى كل مرة قام أحد أصحاب المساكن بعمل ذلك كان هناك عقار آخر ترك خاليًا وقد ارتفع

---

(1) ***"Foreclosure Activity Increases 6 Percent in May," RealtyTrac press release, June 13, 2008.*** يمكن الحصول عليها من خلال الرابط:
www.flippingfrenzy.com/2008/06/14/may-2008-foreclosures-statistics

(٢) مقال بعنوان ***"85,000 Homes Lost in October," CNNMoney.com, November 13, 2008*** يمكن الحصول عليه من خلال الرابط:
http://money.cnn.com/2008/11/13/real_estate/foreclosures_october/index.htm

رصيد المساكن غير المباعة مما وضع ضغطًا أعلى على البائعين لتخفيض أسعارهم. "وكأن سوق المساكن قد وقع فى فخ دائرة إعادة التقوية الذاتية"[1] هذا ما لاحظه مارك زاندى. "وقد حدث هذا بصورة مختصرة فى ولايات كاليفورنيا ونيو إنجلند فى بداية التسعينيات من القرن الماضى، ولكنه لم يحدث مطلقًا فى كثير من أرجاء البلاد. ولم يكن هناك طريق واضح للخروج من هذه الدائرة، كما لم يكن هناك ضمان بأن أسعار المساكن ستتوقف عن الهبوط مرة أخرى وبسرعة.

لقد أحدث هبوط الأسعار فى سوق المساكن ضررًا خطيرًا لبقية نواحى الاقتصاد، وخاصة بالنسبة لصناعة التشييد والبناء، التى كانت فيما سبق مصدرًا رئيسيًا للنمو الاقتصادى، ففى النصف الأول من عام ٢٠٠٧، كان القائمون بصناعة البناء مشغولين بحفر الأساسات لنحو ١,٥ مليون مسكن سنويًا، وبحلول صيف ٢٠٠٨، انخفض عدد الحالات الشهرية للبدء فى إنشاء المساكن إلى النصف تمامًا. وكان هذا الهبوط فى استثمارات الإسكان، الذى يتضمن عمليات التجديد وإعادة البناء، أحد الأسباب الرئيسية لتوقف الاقتصاد فى الشهور الثلاثة الأخيرة من عام ٢٠٠٧ والربع الأول من عام ٢٠٠٨. وبعد التوسع بمعدل سنوى يزيد على ٣% فيما بين أبريل وسبتمبر ٢٠٠٧، لم يحقق الناتج المحلى الإجمالى ***GDP*** المعدل وفقًا للتضخم أى نمو مطلقًا فيما بين أكتوبر ٢٠٠٧ ومارس ٢٠٠٨. وبدأت أعداد المتعطلين فى الازدياد. وفى ديسمبر ٢٠٠٧، قفزت البطالة من ٤,٧% إلى ٥% نظرًا لقيام المنشآت الصناعية ومنشآت البناء بتخفيض الأجور والمرتبات. ومع هبوط أسعار المساكن وارتفاع حالات حبس الرهون، لم يكن هناك سوى أمل ضئيل لاستقرار الاقتصاد، أو النظام المالى.

---

(1) Zandi, Financial Shock, 172

ومع مرور الشهور، تركز الاهتمام على بعض منشآت وول ستريت التى كانت أكثر اتصالاً بصناعة تسنيد الرهون وهم: ميرل ***Merrill***، وبير ستيرنز ***Bear Stearns*** وليمان براذرز ***Lehman Brothers***. ومن أولئك الثلاثة، كان ميريل هو الذى اتخذ أقوى الخطوات لتقوية مركزه، وعين رئيسًا تنفيذيًا جديدًا ***CEO*** جون ثين ***John Thain***، الرئيس السابق لبورصة نيويورك، وقام بتدبير ٦,٦ مليار دولار من مجموعة من المستثمرين تضمنت صناديق ثروة سيادية كويتية وكورية. أما بير ***Bear*** وليمان ***Lehman*** اللتان كانتا معروفتين بأنهما من المنشآت التى تتسم بالجرأة والذكاء فى التداول، فقد بقيتا تحت إدارة التنفيذيين اللذين وصلا بهما إلى هذه السمعة. وقد أصرَّ كلاهما على أن لديه رأس مال كافيًا – فى شهر أكتوبر ٢٠٠٧ قام بير ***Bear*** بتدبير مليار دولار من منشأة استثمار صينية.

وفى الواقع. كانت أحوالهما المالية تنذر بالخطر. وعلى خلاف البنوك التجارية، مثل سيتى جروب، لم يكن لهما إمكانيات الوصول إلى التسهيلات الائتمانية للاحتياطى الفيدرالى، والتى كانت تتوسع بدرجة ثابتة فى شتاء ٢٠٠٧ – ٢٠٠٨. وعلى غرار منشآت وول ستريت، فإنها كلها كانت تعتمد على الإتاحة الجاهزة للائتمان من مصادر القطاع الخاص، والتى كانوا يحتاجون إلى مبالغ كبيرة منه. وفى عامى ٢٠٠٦ و ٢٠٠٧، كانت كل بنوك الاستثمار الكبرى قد تحولت إلى صناديق تحوط فى الخفاء. ولكى تستفيد من مزايا الفقاعة الائتمانية، قامت بتدبير مبالغ كبيرة من الأموال على أساس قصير الأجل واستخدمتها لتمويل استثمارات طويلة الأجل، مثل سندات الرهون ومبادلات المراجحة والمشتقات من مختلف الأنواع. وفى نهاية ٢٠٠٧، كان لدى كل من بير ***Bear*** وليمان ***Lehman*** نسبًا للرافعة تزيد على ٣٠ : ١. ومع هذه الأنواع من الرافعة فإن مجرد انخفاض بنسبة ٤% فى قيمة أصول المنشأة يمكن أن يقضى تمامًا على كامل قاعدتها الأساسية الرأسمالية.

كان بير **Bear** أصغر بنك على قمة بنوك وول ستريت. وكانت قيادته العليا – مثل رئيس مجلس إدارته، جيمى كاين ***Jimmy Cayne***، وهو لاعب بريدج حاصل على البطولة فيها، ورئيسه التنفيذى السابق ألان "إيس ***Ace***" جرينبرج الذى كان ما يزال يحضر إلى العمل يوميًا وهو فى سن الثمانين، ولديه سمعة فى الانشقاق عن مجموعته. وفى عام ١٩٩٨، عندما كانت إدارة رأس المال طويل الأجل ***LTCM*** على شفا الانهيار، كان بير **Bear** المنشأة الوحيدة فى وول ستريت التى رفضت المشاركة فى عملية الإنقاذ. (وباعتباره السمسار الرئيسى للإدارة ***LTCM*** فقد كانت حجته أن لديه فعلاً تعرضًا كبيرًا بالنسبة للمنشأة). وفى الفترة منذ عام ٢٠٠٠، أنشأ بير لنفسه أسرع صناديق التحوط نموًا، وكان يعمل سمسارًا رئيسيًا لعشرات من الصناديق بما فى ذلك بعض من أكبرها. وفى نهاية عام ٢٠٠٧ "كان لديه ما يزيد على ٦٠ مليار دولار من إيداعات صندوق التحوط فى دفاتره، كان يستخدمها للمساعدة فى دفع قيمة عملياته الجديدة".

وعندما بدأت أزمة السندات متدنية التصنيف، انقلب هذا النجاح إلى سلاح ذى حدين، فقد أصبح دائنو بير **Bear**، بما فى ذلك عملاء صندوق التحوط الخاص به – فى مركز مماثل للمودعين فى بنك تجارى يواجه تحديات مالية قبل وصول تأمين الودائع. فأموالهم موجودة فى بنك لديه استثمارات غير سائلة، وإذا ما أجبر على السداد لهم جميعًا بموجب إخطار قصير الأجل، فإن البنك سيناضل للحصول على النقود. وهذا الموقف يضع المودعين فى موقف يماثل معضلة السجين ***Prisoner's dilemma***. فمن ناحية المبدأ هم سيستفيدون من ترك نقودهم فى البنك ومنع الذعر. وعلى المستوى الفردى، على أية حال كلٌ سيكون لديه حافز قوى لإغلاق حسابه قبل أى شخص آخر. ولما كان هيكل هذا الحافز يدخل فى نطاق المعرفة العامة، فإن سحب النقود فورًا هو أيضًا إستراتيجية شائعة. والنتيجة التى لابد منها يعرفها جيدًا المعجبون بجيمى ستيوارت ***Jimmy Stewart*** وفيلم فرانك

كابرا لعام ١٩٤٦ "إنها حياة رائعة ***It's a Wonderful life*** لن يحتاجوا إلى من يذكرهم، إنه الاندفاع والتهافت على البنوك.

في خلال أوائل مارس، بدأت الشائعات تنتشر حول صحة بير المالية وتشكك كثيرون من موظفي بير بأن البائعين على المكشوف كانوا ينشرون حكايات شريرة ليدفعوا أسهم المنشأة إلى الهبوط. إن أسوأ الأشياء بالنسبة لحالات التهافت على البنوك هي أنها يمكن أن تحقق ذاتها بمجرد أن يتغلب منطق معضلة السجين، بل إنه حتى المؤسسة السليمة اقتصاديا يمكن إيقاعها. وحتى ذلك اليوم، كان كبار التنفيذيين في مؤسسة بير ***Bear*** يصرون على أن المنشأة ضمن هذا التصنيف. فقد كانت تعرضات رهونها، على الرغم من ضخامتها، أقل من تعرضات كثير من منافسيها (كان لديها ما قيمته ٢ مليار دولار من السندات المتدنية التصنيف ***Subprime*** و ١٥ مليار دولار من السندات الممتازة والسندات المصنفة أعلى من ***A "Alt-A"*** و ١٦ مليار دولار من سندات رهون التجارة). وفي يوم الاثنين ١٠ مارس كان لديها نحو ١٧ مليار دولار نقدًا.

وفي اليوم نفسه أصدرت بير ***Bear*** بيانًا ذكرت فيه "لا توجد أي حقائق على الإطلاق في الشائعات عن وجود مشاكل سيولة والتي كانت تدور اليوم في السوق"[(١)] وبدلاً من إنهاء الشائعات والنميمة عن مركز بير ***Bear*** فإن البيان اجتذب الأنظار إليه. وفي اليوم التالي، كانت أسهم بير ***Bear*** يجرى تداولها بأقل من ٧٠ دولارًا، بينما كان سعرها قبل ذلك بعام كامل أعلى من ١٥٠ دولارًا. وارتفعت تكلفة التأمين على ديونها ارتفاعًا حادًا، وأعلن عدد من المؤسسات المالية عن معارضتها العمل مع المنشأة. وقامت مؤسسة ***ING*** الألمانية الضخمة للخدمات

---

(١) انظر على سبيل المثال: ***Kate Kelly, "Fear Rumors Touched Off Fatal Run on Bear Stearns," Wall Street Journal, May 28, 2008; and Roddy Boyd, "The Last Days of Bear Stearns," Fortune, March 31, 2008***

المالية، بإخطار بير ***Bear*** بأنها لن تجدد القروض المقدمة لها والتى تبلغ نحو ٥٠٠ مليون دولار. وكانت صناديق التحوط التى أصابها القلق تطلب منشآت وول ستريت الأخرى وتطلبها أن تقوم بمبادلة مشتقاتها مع بير ***Bear*** مقابل عمولة، ولكن فى يوم الخميس أرسل جولدمان ساكس بريدًا إلكترونيًا إلى صناديق التحوط يحذرها من أنه لن يوافق على ذلك اعتبارًا من وقتئذ. وانتشرت الشائعات أيضًا بأن بنك كريدى سويس قد قام بعمل الشيء نفسه.

وبالنسبة لمجتمع صناديق التحوط، بدا وكأن بقية شارع وول ستريت قد نفض يديه من بير. وبدأ كثير من الصناديق الكبيرة بما فى ذلك رينسانس تكنولوجيز ***Renaissance Technologies*** ودى. إى. شو ***D.E.Shaw*** فى سحب أموالهم من بير ***Bear***، كما فعل ذلك عملاء بير من الأفراد. وكانت المنشأة أيضًا تعانى من صعوبة تدبير التمويل فى سوق إعادة الشراء ***repo market***، وهو مكان غامض ولكنه ذو أهمية كبيرة، حيث تقوم المنشآت المالية باقتراض النقود لليلة واحدة من خلال بيع بعض أصولها لمنشأة أخرى، والموافقة على إعادة شراء هذه الأصول فى اليوم التالى. ("كلمة ***Repo*** " هى اختصار لكلمة "***Repurchase***"). والاقتراض من خلال عملية الريبو ***Repo*** مضمون وآمن تمامًا. فالمقرض يأخذ فى حيازته ما يقدمه المقترض من أصول كضمان، وأحيانا مع وجود طرف ثالث يقوم بدور حارس ***custodian***، وهى عملية تعتبر على نطاق واسع شديدة الأمان. وفى الأوقات العادية، يتم عقد العقود بشكل روتينى، وغالبًا لمدة شهور، ويعتمد كثير من المنشآت عليها لتمويل جزء كبير من ميزانياتها، ومن بينها مبلغ ٣٩٥ مليار دولار ممول عن طريق سوق الريبو ***Repo market***. ولكن الآن أصبح بعض الأطراف المقابلة فى عمليات الريبو يرفضون تجديد عقود الريبو القائمة أو الدخول فى اتفاقات جديدة.

ومن منظور المستثمرين الأفراد، فإن صناديق التحوط والبنوك الاستثمارية المنافسة التى كانت تنسحب من التعامل مع بير ***Bear*** كانت تبدو وكأنها تقوم بعملية عزل حكيم عن المخاطر. كان المنظر من المبنى ثمانى الأضلاع اللامع للمقر الرئيسى لشركة بير ***Bear*** إلى ماديسون أفنيو والشارع السادس والأربعين مختلفًا شيئًا ما. "ومع تقدم أيام الأسبوع، تحولت الشائعات التى لا أساس لها إلى خوف، وانحدرت وسادة السيولة لدينا انحدارًا شديدًا فى يوم الخميس، بعد أن قام العملاء بسحب النقود وازداد رفض الأطراف المقابلة فى عمليات الريبو (***repo***) الإقراض مقابل وسائل الضمان ذات النوعيات المرتفعة"[1]. كان هذا ما قاله آلان شوارتز ***Alan Schwarts***، الرئيس التنفيذى لبير فى الكابيتول هيل بعد بضعة أسابيع. "لقد كان هناك، ببساطة، عملية اندفاع وتهافت على البنك".

وبعد ظهر يوم الخميس، ١٣ مارس كانت الاحتياطيات النقدية لبنك بير قد انخفضت إلى ٢ مليار دولار فقط، وهو ما كان يعنى عدم وجود نقود تكفى لمواجهة التزاماته فى الصباح التالى. وكان أمام المؤسسة خيارات: تدبير نقود أو تقديم طلب لإشهار الإفلاس. وفى مساء الخميس، وصل مسئولون رسميون من الاحتياطى الفيدرالى لنيويورك إلى ٣٨٣ ماديسون أفنيو، كما جاء فريق من جى بى مورجان تشيز – ***J.P. Morgan-Chase*** للعمل كقناة. وفى يوم الأحد ١٦ مارس قام جى بى مورجان تشيز بشراء بير مقابل ٢ دولار للسهم الواحد، وهو سعر ظن كثير من الناس عند قراءته لأول وهلة أنه خطأ مطبعى. (وسط الغضب الثائر بين مساهمى بير ثم رفع السعر فيما بعد إلى عشرة دولارات للسهم) وهكذا فإن أزمة السندات متدنية التصنيف، التى بلغ عمرها الآن أكثر من سبعة شهور كانت تدخل دورها الملحمى، وبالنسبة لدافعى الضرائب، أكثر مراحلها تكلفة.

---

(1) *Alan Schwartz, testimony before the US Senate Banking Committee, April 3, 2008* يمكن الحصول على شهادة ألان شوارتز من خلال الرابط:
http://banking.senate.gov/public/_files/SchwartzStmt4308.pdf

الفصل الثالث والعشرون

الاشتراكية فى زماننا

منذ بضع سنوات قام بنك إنجلترا وهيئة الخدمات المالية، المنظم المالى الرئيسى للملكة المتحدة، بعقد سلسلة من الاجتماعات مع المنشآت الكبرى العاملة فى مدينة لندن لبحث نظم إدارتها للمخاطر. وكان المسئولون مهتمين بصفة خاصة فى نوع "اختبار التوتر" الذى أجرته المنشآت لفحص الكيفية التى يوقفون بها الأزمة. وتتضمن هذه التدريبات إحداث اضطرابات مالية على جهاز الحاسب. وتقوم البنوك الرئيسية وبنوك الاستثمار بتنفيذها بشكل روتينى، ولكن المنظمين كانوا مهتمين لأن الاختبارات لم تكن دقيقة بالقدر الكافى. ويمكن القول بصفة عامة بأن المنشآت لم تقم بعمل المحاكاة إلا بالنسبة للصدمات الصغرى فقط. وقد سأل الموظفون الرسميون رجال البنوك عن السبب الذى من أجله أحجمت منشآتهم فى محاولة اكتشاف إمكانية حدوث انفجار حقيقى. وهل كان ذلك نتيجة لقصر نظر بالنسبة للمصائب، أو فشل فى تقييم أخطار العدوى؟ ولم يجب أى من الحاضرين على السؤال. لم يكن هناك شيء مثل هذا، ولكن المشكلة كانت أن إدارات المخاطر لم يكن لديها أى حافز لمحاكاة المصائب الحقيقية. وإذا ما وقعت هذه الحادثة فعلاً، فإن من قاموا بعمل المحاكاة يحتمل أن يفقدوا علاواتهم وربما أيضا وظائفهم. وفى أى حالة، ستتدخل السلطات وتنقذ البنك.

"وبدأ المصرفيون الآخرون جميعًا والحاضرون فى الاجتماع يُخضعُون أحذيتهم لتدقيق مكثف"(١) كان هذا ما تذكره أندرو هالدين ***Andrew Haldane***، المدير التنفيذى للاستقرار المالى ببنك إنجلترا فى إحدى الخطب التى ألقاها فى فبراير ٢٠٠٩. "لقد تم النطق بالكلمات التى لم تكن تقال، وكان الأشخاص الموجودون بالغرفة مدهوشين. هل لم تفهم البنوك أن القطاع الرسمى لن يضمن البنوك التى تسيئ إدارة مخاطرها؟ ومع ذلك، فإن التاريخ يخبرنا الآن بأن المصرفى غير المسمى كان موضع النظر... وعندما حضر الشخص الكبير، ضاعت منه العلامة وكان على الحكومة أن تتولى الإنقاذ".

فى مساء الخميس، ١٣ مارس ٢٠٠٨، قام بن برنانكى، وتيموثى جيثنر ***Timothy Geithner*** رئيس الاحتياطى الفيدرالى لنيويورك، وغيرهما من كبار الموظفين بعقد مؤتمر لبحث ما الذى يمكن عمله بشأن بنك بير ستيرنز ***Bear Stearns*** والذى كان على شفا الانهيار. كان ردهم الغريزى الأول هو ترك قوى السوق تمضى فى طريقها: إذ أن إنقاذ بير ***Bear*** سيرسل إشارة إلى المنشآت الأخرى بأن الحكومة ستقوم بإنقاذ المنشآت التى تحملت كثيرًا من المخاطر. وعندما ذهب جيثنر لينام فى وقت متأخر تلك الليلة كان ما يزال يعتقد أن بير ***Bear*** ينبغى أن يسمح له بالتقدم لإعلان إفلاسه. وفى أثناء نومه القصير، على أى حال، كان أعضاء فريقه الذين يعملون فى المقر الرئيسى لبنك بير ***Bear***، قد اكتشفوا مستنقعًا من التداولات والضمانات وغير ذلك من الالتزامات الأخرى. وقد تبين أن بنك بير كان لديه أكثر من نحو مائة وخمسين مليون من التداولات فى سجلاته مع أكثر من خمسة آلاف طرف مقابل مختلف. وكان الاحتياطى الفيدرالى قلقًا بصفة خاصة بشأن مراكز المشتقات، بما فى ذلك، وإن لم يكن مقصورًا على

---

(1) Andrew G. Haldane, "Why Banks Failed the Stress Test," speech given at the Marcus-Evans Conference on Stress-Testing, February 9-10, 2009

مبيعات ومشتريات مبادلات التعثر الائتمانى *CDSs* ومحفظة رهونه التى كان أكثرها مستخدمًا كضمانات للقروض فى سوق الريبو *Repo Mkt*. "لقد أصبح واضحًا أن دخول بنك بير فى شبكة معقدة ومتداخلة من العلاقات التى تميز نظامنا المالى، فى نقطة من الزمن عندما كانت الأسواق معرضة للأخطار بشكل خاص، كان يجعله بحيث إن أى انهيار مفاجئ يحتمل أن يؤدى به إلى انحلال لولبى فى المراكز فى الأسواق المدمرة فعلاً"(١). كان هذا ما عقّب به جيثنر *Geithner* أمام الكونجرس. "وفضلاً عن هذا، فإن فشل بير *Bear* فى مواجهة التزاماته كان يلقى سحابة من الشك على المركز المالى للمؤسسات الأخرى التى كانت نماذج عملها تحمل بعض التشابه السطحى مع بنك بير، وذلك بدون النظر الجدّى إلى السلامة الأساسية لتلك المنشآت".

كان برنانكى وجيثنر والآخرون يتعلمون شيئًا ظل مينسكى *Minsky* والنقاد الآخرون للنموذج اليوتوبى يقولونه لعدة عقود، وهو أن التفاصيل المؤسسية للنظام المالى لها أهميتها ليس فقط للمنشآت المعنية، ولكن للاقتصاد بأسره. وعندما تنهار البنوك الكبرى تحدث تسريبات هائلة يجب على صناع السياسات أن يأخذوها فى الحسبان، حتى إذا كانوا لا يفضلون ذلك. "إن المشكلة لم تكن حجم بنك بير ستيرنز – ولم تكن الحقيقة أن بعض الدائنين سيتحملون خسائر"(٢) كان هذا ما أخبرنى به أحد كبار المسئولين فى الاحتياطى الفيدرالى بعد ذلك فى عام ٢٠٠٨. "إن المشكلة هى أن الناس يستعملون العبارة "إن البنوك شديدة التشابك فيما بينها بحيث لا تنهار" وهذا القول ليس سليمًا تمامًا، ولكنه قريب من الصحة بدرجة كافية. وفى سوق الريبو *Repo mrkt* مثلاً، قام بير بتدبير مبالغ هائلة للتمويل من الصناديق المشتركة

---

(1) Timothy F. Geithner, testimony before the US Senate Committe of Banking, Housing and Urban Affairs, Washington DC, April 3, 2008

(2) Cassidy, "Anatomy of a Meltdown," 59

mutual funds فى سوق النقود. "فإذا ما انهار بنك بير" على حد قول المسئول الكبير، "فإن كل تلك الصناديق المشتركة العاملة فى سوق النقود بدلاً من أن تحصل على أموالها فى صباح يوم الاثنين، ستجد نفسها وهى تحمل كافة أنواع الضمانات غير السائلة، بما فى ذلك التزامات الديون المضمونة *CDOs* وما يعلمه إلا الله من ضمانات أخرى. وكان يمكن أن يسبب هذا تهافتًا واندفاعًا على هذا السوق بأسره. وهذا، بدوره كان يمكن أن يجعل من المستحيل لبنوك الاستثمار الأخرى أن تمول نفسها".

وبدلاً من المخاطرة بهذه الكارثة، اكتشف المسئولون الحكوميون طرقًا لمساندة بير، مؤقتًا على الأقل. وكان قيام بنك الاحتياطى الفيدرالى بإقراضه النقود مباشرة، أمرًا مثيرًا للمشاكل. وبالتحديد لمنع بنوك الاستثمار فى وول ستريت من الاعتماد على الحكومة لإنقاذها فى حالة الخسائر، أما نافذة الاحتياطى الفيدرالى للخصم (*discount window*) والتى يتم إقراض البنوك التجارية من خلالها مثل جى بى مورجان تشيز، وبنك أوف أمريكا، فليست مفتوحة أمام هذه البنوك. وبموجب القسم ١٣-٣ من قانون بنك الاحتياطى الفيدرالى، يتمتع الاحتياطى الفيدرالى بالحق، فى ظل "الظروف غير العادية والمطالب العاجلة" بإقراض أى "فرد أو شركة تضامن، أو شركة مساهمة" كلما كان ذلك ضروريًا، ولكنه لم يستخدم هذه السلطة منذ الثلاثينيات من القرن الماضى.

وكان الآن هو الوقت. فى صباح الجمعة ١٤ مارس قام محافظو الاحتياطى الفيدرالى رسميا بتنفيذ القسم ١٣-٣ وقدموا ١٣ مليار دولار لبنك بير من خلال جى بى مورجان تشيز. وبعد ذلك بثمانٍ وأربعين ساعة، قام الاحتياطى الفيدرالى باتخاذ خطوتين أكثر أهمية، واعتمد كلاهما على سلطاته بموجب القسم ١٣-٣. ولتسهيل عملية استحواذ جى بى مورجان تشيز على بنك بير. وافق الاحتياطى

الفيدرالى على تحمل مخاطر الخسائر على مبلغ ٣٠ مليار دولار من الأصول المسممة *toxic Assets* للرهون التـــى لـــم يـــرد مـــورجان أن يفعل شيئًا حيالها (تم تخفيض الرقم بعد ذلك إلى ٢٩ مليار). وأعلن أنه سيفتح نافذة الخصم *discount window* لمنشآت وول ستريت الأخرى المحتاجة إلى النقد، مع قبول قائمة عريضة من الأصول كضمانات، بما فى ذلك سندات الرهون. وكانت الحركة الأخيرة ضرورية لمنع اندفاع الدائنين على بنوك الاستثمار الأخرى مثل ليمان براذرز، ومورجان ستانلى، عندما يفتح السوق أبوابه فى يوم الاثنين مارس ١٧. (وقد أشار جيثنر إلى هذه الحركة، بشكل خاص، باعتبارها تزبيد مدارج الطائرات *foaming the runways*).

وإذا ما أخذت كل الإجراءات معًا، فإنها تمثل قيام الاحتياطى الفيدرالى بتوسيع تاريخى فى دوره، والاعتراف الأول، فى نهاية الأمر، بأن بعض الخسائر الناشئة من كارثة السندات متدنية التصنيف يجب تحملها بشكل مشترك اجتماعيًا. وعلى الرغم من استغلاله عمليًا، فإن الاحتياطى الفيدرالى واقعيًا هو فرع آخر من فروع الحكومة الفيدرالية. وعندما يعطى التزامًا ماليًا، فإنه ينفذه، وفى نهاية الأمر، على حساب دافع الضرائب فى الولايات المتحدة. وهو فى إمداده تسهيل مقرض الملجأ الأخير إلى منشآت وول ستريت، وقبول سندات الرهون كضمان، والموافقة على تحمل الخسائر وكأنها تقول إنه سيستخدم أموال دافعى الضرائب لمنع حدوث انهيارات مالية أخرى، وأيضًا لوضع أرضية تحت سوق الرهون. وعندما عقدت مقابلة مع برنانكى بعد ذلك فى عام ٢٠٠٨، كان منفتحًا تمامًا بالنسبة لهذه السياسة. "أظن أننا فعلنا الشيء الصحيح فى محاولتنا المحافظة على الاستقرار المالى"(١). كان هذا ما قاله عن التدخل فى موضوع بنك بير. "تلك هى مهمتنا. نعم إنها تحت

---

(1) Cassidy, "Anatomy of a Meltdown," 60

على الخطر المعنوى، ولكن الطريقة الصحيحة لتناول هذا السؤال ليست هى ترك المؤسسات تتهاوى حتى يصبح لديك انهيار مالى تام".

لو كان برنانكى ووزير الخزانة هنرى (هانك) بولسون قد خرجا إلى الشعب فور عملية إنقاذ بير، وأعلنا بالتحديد أنه لن يسمح بانهيار أى مؤسسة مالية ذات أهمية تنظيمية، فإن كلماتهما كان سيصبح لها أثر ترحيبى. إلا أنهما لسوء الحظ، راوغا. ولدى ظهورهما فى كابيتول هيل وغيره أكّدا الظروف الفريدة لعملية بيع بنك بير إلى جى بى مورجان تشيز. وكان بولسون عنيفًا بشكل خاص ضد الأخطار المعنوية، وأعلن أنه لم يكن معروفًا للجميع أنه هو الذى كان يصر على أن يكون سعر الشراء دولارين للسهم.

وكانت هذه العودة إلى الوراء مفيدة جزئيًا لأنها عكست الضغوط السياسية. وفى الأسابيع التالية لعملية بيع بنك بير إلى جى بى مورجان تشيز، وجه جناح اليمين انتقادات إلى برنانكى وبولسون متهمًا إياهما بمكافأة السلوك الطائش والاستجابة لطلبات وول ستريت. ونشرت جريدة وول ستريت جورنال مقالاً افتتاحيًا بعنوان "التدفقات على الاحتياطى الفيدرالى ***Pushovers at the fed***" وتجاهل هذا النقد حقيقة أن بعض كبار التنفيذيين فى بنك بير، والمستثمرين كذلك فقدوا مئات الملايين من الدولارات فى البيع الجبرى. وعلى أية حال، وفى عملية حماية دائنى بنك بير من أى خسائر، قامت السلطات بدون شك بمنع الخسائر عن منشآت وول ستريت الأخرى، والمساهمين من تحمل خسائر كبيرة.

ومن الناحية الاقتصادية، فإن هذا التدخل الحكومى كان له تمامًا ما يبرره. ففى الوقت الذى أغلقت فيه أسواق الائتمان لأكثر من نصف سنة، كان من السخف التظاهر بأن ذلك ببساطة لا يتعدى كونه أزمة سيولة. وقد تطور هذا إلى أزمة مصرفية كاملة الحجم. وكان الانهيار فى قيمة السندات متدنية التصنيف ***Subprime***

وغير ذلك من السندات المعززة بالأصول التى دائمًا ما مسحت مئات المليارات من الدولارات من رءوس أموال البنوك. وكان هناك شك متنامٍ فى أن بعض المؤسسات المالية الرئيسية كانت فى حالة إعسار، أو قريبة من الإعسار. ويبين التاريخ أنه فى هذه الظروف تكون الطريقة الوحيدة لصناع السياسات للتغلب على المشكلة هى الاعتراف بنطاقها، والتخلص من بعض الديون المعدومة وإعادة رسملة البنوك التى يعتقد أنها قادرة على الاستمرار فى الحياة.

وفى اليابان، فى أثناء التسعينيات من القرن الماضى، لم يحدث هذا ومرت البلاد بعقد من الركود الاقتصادى بعد انفجار فقاعة الأسهم والعقارات. وفى الوقت نفسه تقريبًا فى إسكندنافيا، على سبيل المقارنة، اتخذت الحكومة إجراءً سريعًا وفعالاً لحل مشكلة مصرفية واسعة النطاق. وفى فنلندا ضمت الحكومة ما يزيد على أربعين بنكًا من بنوك الادخار فى بنك ادخار واحد مملوك للدولة، وقامت الحكومة فى الدانمارك بتأميم أكبر ثلاثة بنوك فى البلاد، والاستغناء تمامًا عن مساهميها، وفى السويد تولت الحكومة ضبط وإدارة اثنين من أكبر البنوك، وحولت أصولها المسمومة إلى إحدى الشركات المملوكة للدولة. وفى عمود صحفى فى شهر مارس ٢٠٠٨ اقتبست خطبة لـــ "ستيفان إنجفز" ***Stefan Jngves***، وهو أحد كبار موظفى صندوق النقد الدولى، والذى ساعد عندما كان موظفًا فى الحكومة السويدية فى وضع وابتكار سياساتها. والدرس الرئيسى المستفاد، كما قال إنجفز، هـــو أنك لا يمكن أن تعتمد على القطاع الخاص أو الأسواق فقط لحل مشاكل البنوك الشاملة[(١)].

وبدلاً من الاعتراف العام بهذه الحقيقة، استمر بولسون وبرنانكى فى العمل على أمل، أنه إذا ما سمح لهما الوقت، ستقوم الأنظمة المالية بإصلاح نفسها. أما

---

(1) John Cassidy, "The Economy of Fear," Conde Nast Portfolio, April 2008

سياسة الاحتياطى الفيدرالى للتوسع التدريجى فى برامجه الإقراضية لتوفير قروض أكبر لفترات أطول لإعداد أكثر وأكثر من المؤسسات المالية فكانت قائمة تمامًا على هذا الاقتراح. وفى نطاق البنك المركزى كانت معروفة باسم إستراتيجية "إصبع فى السَّد ***Finger in the dike***" وقد كانت تكتيكات الإقراض للاحتياطى الفيدرالى مبتكرة وجيِّدة التنفيذ، ولكنها لم تؤد إلى حل المشكلة الأساسية: وهى جبل الديون المعدومة الجالسة على ميزانيات البنوك.

وأدت الأحداث تدريجيًا إلى دفع إدارة بوش فى اتجاه أكثر راديكالية. ومن ثم، فقد كان رد الفعل للأزمة المالية متواضعًا بشكل واضح. وفى سوق المساكن، عمل على تشجيع المقترضين والمقرضين إلى التضامن معًا فى شكل "الأمل فى التحالف الآن ***Hope Now Alliance***" والذى كان الغرض منه منع عمليات حبس الرهون التى يمكن تجنبها. وفى أوائل عام ٢٠٠٨، قدم برنامج حفز بمبلغ ١٦٨ مليار دولار، تم تكوينه إلى حد كبير من المبالغ المعادة من مدفوعات ضرائب الدخل. وخلف هذه المناظر، على أى حال، كان بعض المسئولين يبدؤون فى التخطيط للأسوأ. وفى وزارة الخزانة، قام المسئولون بوضع مذكرة مشتركة تبحث سلسلة من إجراءات "كسر الزجاج ***break the glass***" التى يمكن للحكومة الفيدرالية اتخاذها فى أى حالة طارئة أخرى. وتضمنت هذه الإجراءات، شراء الأصول المسممة من البنوك، وترك الأصول فى البنوك مع التأمين عليها، وشراء حصص ملكية فى البنوك، وإطلاق خطة كبرى بتمويل عام لإعادة تمويل الرهون، وهو ما قد يؤدى إلى استقرار النظام المالى من الأرض وإلى أعلى. "إن هذه الإجراءات تؤدى إلى تحريك بؤرة تركيز سياسة الأسواق المالية لتعود مرة أخرى من الاحتياطى الفيدرالى إلى الخزانة، والتى ستكون ملائمة فيما كان مشكلة قبل ذلك من ناحية عكس عدم كفاية رأس المال بدلاً من عدم كفاية السيولة". هذا ما قاله فيليب سوأجل ***Phillip Swagel*** وهو اقتصادى مدرّب فى هارفارد، كان السكرتير

المساعد للسياسة الاقتصادية فى وزارة الخزانة، وقد أعيد استدعاؤه مؤخرا مباشرة للنظر فى أزمة الائتمان "ولكن هذه الخيارات تتطلب موافقات من الكونجرس، وليس هناك أمل فى الحصول على موافقة لأى من هذه"(١).

وتمت ملاحظة قيود سوأجل ***Swagel*** بعناية؛ إذ أن النظام السياسى الأمريكى قد تم تصميمه لمنع الإجراءات الحكومية الفعالة بدلاً من تيسيرها، وقد ظل كثير من كبار رجال الكونجرس متمسكين بأدوية ميلتون فرديمان ***Milton Freidenan***. وأصبح هذا واضحًا عندما أدى الهبوط فى سوق المساكن إلى تدهور حاد فى ماليات شركتى فانى ماى ***Fannie Mae*** وفريدى ماك ***Freddie Mac***، وهما أكبر شركتين للرهون كانت الحكومة ترعاهما. وكانت الانحرافات المتصاعدة تضرب فى أقسام التأمين لديهما، وهى التى كانت تضمن ملايين من الرهون الممتازة، وكان الانهيار فى سوق السندات متدنية التصنيف يسبب لهما مشاكل كبيرة فى أذرعتهما الاستثمارية، التى كان قد تراكم لديها ما تزيد قيمته على تريليون دولار من الرهون وسندات الرهون.

وفى صيف عام ٢٠٠٨، انخفضت أسعار أسهم شركتى فانى وفريدى انخفاضًا حادًا، بما يعكس القلق المتراكم حول قدرتهما على خدمة ديونهما الثقيلة. وبالنسبة لإدارة بوش، لم يكن السماح لشركات الرهون بالتعثر والتوقف عن الدفع يمثل حتى خيارًا. فقد كان المدينون الأجانب للولايات المتحدة، مثل الصين، من كبار حائزى سنداتهما، التى كانوا ينظرون إليها باعتبارها مضمونة من الحكومة. ولو توقفت فانى وفريدى عن الدفع، فإن الأهلية الائتمانية للولايات المتحدة ستكون محل تساؤل، بل وربما قد ينهار الدولار. كما أن فانى وفريدى على الرغم من

---

(١) ورقة بحثية ***Philip Swagel, "The Financial Crisis: An Inside View," paper presented to the Brookings Panel of Economic Activity, March 2009, 25***

اضطراباتهما المالية، كانتا ما تزالان من الدعامات المهمة لسوق المساكن. وإذا لم تقوما بشراء الرهون وتأمينها، فإن تكلفة قروض المساكن سترتفع، وهو آخر ما كان الاقتصاد بحاجة إليه.

وفى ١٣ يوليه، وقف بولسون على الدرجات الأمامية لمبنى وزارة الخزانة وطلب من الكونجرس السلطة لرفع خطوط ائتمان الحكومة الفيدرالية الممنوحة لفانى وفريدى، كى يمكن ضخ رأس مال فيهما من خلال شرائهما لأسهمهما وسنداتهما، وعند الضرورة وضعهما تحت الوصاية الحكومية "***Conservatorship***" – مهما كان معناها. (أشار بولسون إلى هذا الخيار باعتباره "بازوكا ***bazooka***"(*) فى متناول اليد يمكن الاحتفاظ بها فى الاحتياطى). وافق الكونجرس على الطلب، ولكن فقط تحت الإكراه. "عندما التقطت جريدتى أمس، ظننت أننى استيقظت فى فرنسا"[1]، هكذا قال السيناتور جيم باننج ***Jim Bunning***، وهو جمهورى من كنتاكى، فى إحدى جلسات الاستماع: "ولكن لا، فقد تبين أن الاشتراكية حيَّة وبصحة جيدة فى أمريكا".

ومن منظور باننج وأولئك الذين كانوا يفكرون على شاكلته، كان الأسوأ ما زال سيأتى – بل وأسوأ كثيرًا. وعلى الفور بعد عيد العمال، قام بولسون وبرنانكى باستدعاء الرئيسين التنفيذيين ***CEO*** لكل من فانى وفريدى ليخبراهما بأنهما كانا معبودى الجماهير. وفى يوم الأحد ٧ سبتمبر أطلق بولسون البازوكا التى يحملها معلنًا أن فانى وفريدى سيدخلان تحت الوصاية، التى تبين أنها تعنى الباب الخلفى للتأميم. وقامت حكومة الولايات المتحدة بملكية ٨٠% من حصة الملكية فى كل من الشركتين. إلى جانب تعيين إدارتين جديدتين. والموافقة على

(*) "البازوكا" سلاح خفيف تطلق منه النيران والصواريخ على المدرعات والمصفحات... إلخ.

(1) Jim Burning, statement before the Senate Banking Committee on the Federal Reserve Monetary Policy Report, July 15, 2008

إمدادهما بمبلغ ١٠٠ مليون دولار لكل شركة كرأس مال جديد. وعلى الرغم من أن كلاً من فانى وفريدى ستظل مستقلة اسميًا، فـإن وزارة الخـزانة ستتـولى فعليًا رقابتهما.

وعلى الرغم من بعض كلمات الشجب الشعائرى من جانب اليمين، فقد كان من الغريب ألا توجد سوى معارضة بسيطة لحركة بولسون (بل حتى صفحة المحرر فى جريدة وول ستريت جورنال أعربت عن تأييدها لها على مضض). وفى نهاية الأمر، وعلى الرغم من الصرخات بشأن الاشتراكية فى أمريكا، فإن احتمال تعثر فانى وفريدى فى سداد ديونهما كان أمرًا شديد الرعب حتى لمجرد التفكير فيه. بل إن أكثر أعضاء الكونجرس الجمهوريين تمردًا لم يكن يرغب فى أن يكون مسئولاً عن أى انهيار فى قدرة الولايات المتحدة على تمويل ديونها الضخمة، أو عن حدوث ركود عميق. وحتى الآن، فإن الاقتصاد بصفة عامة قد تماسك بشكل جيد فى أثناء الأزمة المالية، ولكن المستهلكين كانوا يخفضون إنفاقهم، وكان كثير من المنشآت تسرح عمالها. وكانت دائرة كينزية خبيثة من ضعف الطلب قد تسببت فى إحداث أعداد أكبر من حالات التسريح المؤقت، وأصبح هبوط الطلب ملحوظًا. وفى شهر أغسطس، بلغ معدل البطالة إلى ٦,١%.

ومع ذلك، لم يكن هناك شخص، ولا حتى نوربيل روبينى ***Nouriel Roubini*** من جامعة نيويورك، الذى أدت تنبؤاته المتشائمة إلى إسباغ اسم شهرة عليه هو دكتور الشؤم ***Dr. Doom***، يتوقع حجم ونطاق الانهيار المالى الذى كان سيحدث. وفى يوم الثلاثاء ٩ سبتمبر، أى بعد يومين فقط من استحواذ الحكومة على فانى وفريدى، انخفض سعر الأسهم فى ليمان براذرز بنحو ٤٥% بعد ورود تقارير أنها قد فشلت فى تحقيق استثمار بعدة مليارات من الدولارات من أحد البنوك الكورية. وفى الأيام التالية، عانى ليمان نفس مصير بنك بير ستيرنز فى

شهر مارس الماضى. وعلى الرغم من الاحتجاجات بأن مالياته كانت سليمة، فقد حدث جفاف للأموال فى المنشأة، وبنهاية الأسبوع كان تقريبًا ليس لديه أى نقود.

وفى هذه المرة، على أى حال، لن تكون هناك أى عملية إنقاذ مرتبة من الحكومة. وفى مساء يوم الجمعة ١٢ سبتمبر، استدعى بولسون وجيثنر بعض كبار التنفيذيين فى وول ستريت إلى الاحتياطى الفيدرالى بنيويورك، وأخبراهم بأنهما يريدان "حلاً نابعًا من الصناعة ***industry solution***" لمشاكل ليمان. وكان بنك الاستثمار قد اتصل ببنك أوف أمريكا وبنك باركليز، وهو أحد البنوك البريطانية الكبيرة، بشأن الاستحواذ عليه، واستمرت المحادثات طوال عطلة نهاية الأسبوع. وبحلول بعد ظهر يوم الأحد، على أى حال، كان كلا مقدمى الالتماس قد اختفيا، وأعد ليمان التماسًا بالإفلاس. وقد سمح بولسون وبرنانكى وجيثنر للالتماس أن يمضى فى طريقه وفى الساعات المبكرة لصباح الاثنين ١٣ سبتمبر، أتم بنك ليمان المنشأ فى عام ١٨٥٠ قيد طلب الإفلاس طبقًا للفصل ١١.

وكان نهج الامتناع الذى اتبعته وزارة الخزانة والاحتياطى الفيدرالى تجاه ليمان يمثل انقلابًا غريبًا وليس له تفسير للسياسة التى لا تسمح، للمنشآت المالية ذات الاتصالات الواسعة بالانهيار. وحتى الآن، لم يجر تفسير هذه السياسة تفسيرًا تامًا. وقد أصر برنانكى بالتالى أمام النادى الاقتصادى بنيويورك ***the Economic Club of New York*** أن ليمان لم يكن لديه ضمانات كافية للاحتياطى الفيدرالى حتى يمكن إقراضه. وعندما عقدت مقابلة معه قال إن الخيار الخاص بإنقاذ ليمان لم يقدم مطلقًا. "أما بالنسبة لبير ستيرنز، ومع كل الآخرين، كانت هناك نقطة عندما كان الشخص يقول: السيد رئيس مجلس الإدارة هل سنقوم بهذا الأمر أم لا؟ ومع ليمان فإننا لم نكن مطلقًا على مقربة من تلك النقطة. ولم يكن هناك قرار لاتخاذه"(١).

---

(1) Cassidy, "Anatomy of a Meltdown," 62

وهذا التفسير، الذى علق به بولسون، كان يبدو عليه صوت التبرير اللاحق، على الرغم من أن بنك أوف أمريكا سرعان ما انسحب من عملية تقديم العروض لليمان وحول اهتمامه إلى ميريل لينش، الذى انتهى به الأمر إلى شرائه، بينما ظل بنك باركليز على اهتمامه. وفى وقت متأخر من صباح يوم الأحد، ظنت المؤسسة البريطانية أن أمامها صفقة محتملة لشراء ليمان، ربما مع ضمانة مثل ضمان بير من الاحتياطى الفيدرالى من جزء من محفظة رهونه. وكانت المحادثات دائمًا ما تتوقف بسبب إصرار وزارة الخزانة أن يقدم لها بنك باركليز تعهدًا عامًا لمواجهة جميع التزامات ليمان أمام الأسواق التى تم فتحها فى آسيا فى ذلك المساء. وقال باركليز إنه لا يمكنه عمل هذا بدون الحصول على موافقة المساهمين أولاً. وإذا كانت الحكومة الأمريكية مصممة على إنقاذ ليمان بأى تكلفة، فإن الاحتياطى الفيدرالى، على الرغم من اعتراضات برنانكى، يمكنه أن يحافظ على تعويمه لبضعة أيام حتى يقوم باركليز بإعداد الأعمال الورقية اللازمة.

وكان كثير من الناس يشككون فى أن بولسون وبرنانكى سيدعان ليمان يسقط فى هوة الإفلاس، ليعيدا ترسيخ مبدأ أن السلوك غير المسئول سيلقى العقاب. ولعدة شهور، كانت وزارة الخزانة تحث ليمان لتدبير زيادة فى رأس المال. وقد استدعى بولسون الرئيس التنفيذى لبنك ليمان ريتشارد فولد **Richard Fuld Jr.** وألح عليه شخصيًا لكى يفعل ذلك. ولكن فولد تباطأ، مما أغاظ بولسون. وفى قصته الصريحة عن الأزمة، يكتب فيليب سوأجل "كان الشعور فى وزارة الخزانة هو أن إدارة ليمان قد مُنحت إنذارًا كافيًا بأنه ليست هناك نية لتقديم مساعدة فيدرالية، وكان كافة المشاركين فى السوق على علم بهذا، وكان لديهم الوقت للاستعداد. ويبدو أن إدارة ليمان كانت تمارس لعبة الفروج(*) ***Chicken game***

(*) ***Chicken game*** = لعبة الفروج: من الألعاب أو المنافسات التى يتخذ فيها المتسابقون مسارًا أو حدثًا معينًا صعبًا وخطرًا حتى يفقد أحدهم الشجاعة ويكون هو الفروج أو الجبان. (المترجم).

وكانت مصممة على ألا تغير اتجاهها"[1]. ويمضى سوأجل قائلاً "وفى يوم الاثنين ١٥ سبتمبر أحسست أنه يوم طيب فى وزارة الخزانة إذ تم السماح للسوق بالعمل (وسرعان ما تمت معرفة انتشار العواقب المتشعبة التى حدثت)"[2].

أعادت السلطات تجديد التزامها بحرية العمل ***Laissez-faire*** الذى استمر أقل من ثمان وأربعين ساعة. (وفيما بعد، أطلق عضو الكونجرس عن ولاية ماساتشوسيتس ساخرًا على هذا اليوم "يوم السوق الحر ***Free Market Day***") وفى مساء الثلاثاء سبتمبر ١٦ قام الاحتياطى الفيدرالى بإنقاذ شركة التأمين الكبرى ***AIG***، والتى كانت فى خلال الأسبوع السابق قد كشفت للحكومة أيضا، أن مواردها النقدية تنضب بسرعة. وفيما بين ٢ يناير ٢٠٠٨ وعيد العمل، انخفض سعر سهم ***AIG*** بنسبة الثلثين. ولكن بضعة من الخارجين كانوا قد تحققوا أن الشركة على شفا الانهيار. وفى يوم الاثنين ١٥ سبتمبر بينما كانت الأخبار عن سوء حالتها قد أصبحت على كل لسان؛ انخفضت أسعار أسهمها بنسبة ٦٠% إضافية.

كان مصدر مشاكل ***AIG*** كما تبين هو مبلغ ٤٠٠ مليار دولار تقريبًا فى الحماية الائتمانية التى قدمتها للبنوك وغيرها من المؤسسات المالية، وكان معظمها فى شكل مبادلات تعثر ائتمانى على سندات الرهون متدنية التصنيف. ومع هبوط أسعار هذه السندات، أخذ أطرافها يطلبون أن توضع أمامها ضمانات أكبر، كما أن وكالات التصنيف الائتمانى كانت تهدد بتخفيض التصنيف. وإذا ما كان قد سمح لهذا اللولب الحلزونى الهابط أن يستمر حتى لمدة بضعة أيام، لكانت شركة ***AIG*** قد أجبرت على تقديم التماس بالإفلاس. ومع التشجيع القوى من وزارة الخزانة، قام الاحتياطى الفيدرالى بتطبيق قسم ١٣-٣ من قانون الاحتياطى الفيدرالى ووعد بأن

---

(1) Swagel, "The Financial Crisis," 24

(٢) نفس المرجع السابق، صفحة ٣٢

يقرض *AIG* مبلغا يصل إلى ٨٥ مليار دولار. وكضمان لهذا القرض الضخم، طلب كافة أصول *AIG* بأكملها، بما فى ذلك أقسامها المربحة للتأمين على الحياة والتأمين على الممتلكات. وأصبح دافع الضرائب فى الولايات المتحدة يمتلك الآن أكبر شركة للتأمين فى البلاد.

وقد أدت أسباب هذه الانقلابات فى سياسة الحكومة إلى إثارة تحذيرات وتخمينات لا نهاية لها. وقد خمن بعض القائمين بالتداول والمعلقين بأن إنقاذ *AIG*، وعمل الاحتياطى الفيدرالى والخزانة على حماية مصالح جولدمان ساكس، التى كانت المنشأة السابقة لعمل بولسون. وبعد عملية الإنقاذ بفترة قصيرة، ذكرت صحيفة نيويورك تايمز أن جولدمان قد اشترى مبادلات تعثر ائتمانى *CDS's* من شركة *AIG* وأصبح أكبر شريك فى التجارة مع الشركة[١]. وقد قال جولدمان إن معظم مراكزه مع *AIG* كانت مغطاة، ووصف تعرضها الإجمالى باعتباره "غير مهم *immaterial*" وقد تبين فيما بعد، على أى حال، أن أحد الأشياء التى قامت بها *AIG* بالأموال التى حصلت عليها من الاحتياطى الفيدرالى هى دفع مبلغ ١٣ مليار دولار إلى جولدمان. وتبين أيضا أنه قبل عملية الإنقاذ بيوم واحد التقى بولسون وجيتنر مع لويد بالنكفين، الرئيس التنفيذى لجولدمان، وعدد آخر من كبار المسئولين فى جولدمان، وبعض ممثلى منشآت أخرى من وول ستريت، لبحث حالة شركة التأمين[٢].

كانت الهمسات التى تلقى بالاتهامات ضد بولسون وبرنانكى ما زالت صحيحة. وفى أعقاب عملية الإنقاذ دفعت *AIG* مبالغ مماثلة لمؤسسات مالية أخرى كانت أطرافا مقابلة لها فى مبادلات التعثر الائتمانى، بما فى ذلك دويتش بنك

---

(1) Gretchen Morgenson, "Behind Insurer's Crisis, Blind Eye to a Web of Risk," New York Times, September 27, 2008

(2) Joe Hagan, "Tenacious G.," New York, July 26, 2009

Deutshce Bank وسوسيتيه جنرال **Societe Generale**. لم تكن هناك حاجة لنظرية المؤامرة لجولدمان لتفسير الإجراءات الحكومية. وقد قام بولسون وبرنانكى بإنقاذ **AIG** لخشيتهما من الانهيار المفاجئ الذى كان يمكن أن يشعل شرارة ذعر مالى بسبب انهيار أى عدد من المؤسسات المالية، وليس فقط جولدمان. وكما شرح برنانكى للكونجرس "إن الاحتياطى الفيدرالى قد اتخذ هذا الإجراء لأنه حكم بأنه فى ضوء أحوال السوق السائدة وحجم ومكوّنات التزامات شركة **AIG**، كما أن الانهيار غيــر المنظم لشركة **AIG** كان سيصبح له آثار تهدد الاستقرار المالى العالمى"[١]. أو كما يلاحظ سوأجل "فإن إنقاذ **AIG** لم يكن ما يريده كل شخص، ولكن فى هذا الوقت بدا كما لو كان المسار الممكن الوحيد للعمل"[٢].

كانت ميزانية شركة **AIG** أكبر كثيرًا من ميزانية ليمان، وكذلك كانت الالتزامات خارج الميزانية. وإذا كان قد تم السماح للشركة **AIG** بالخروج من ميدان العمل، فربما كان من الممكن البقاء فى ممتلكاتها التى كانت تعمل بشكل مناسب، وكذلك فى عمليات التأمين ضد الحوادث، ولكن الشركة الآن أصبح لديها القسم الشهير للمنتجات المالية والذى يقع مقره فى لندن، والذى كان ثغرة سوداء. كذلك كانت الشركة **AIG** لمدة طويلة أحد كبار اللاعبين فى أسواق الريبو **Repo Markets** حيث كانت تسعى لكسب أموال إضافية؛ فقامت بإقراض كثير من السندات التى كانت تملكها، وقد قامت بالتأمين على عوائد كثير من الصناديق المشتركة لسوق المال. فما هو الأثر الذى كان سيحدثه الاندثار المفاجئ على تلك الأسواق، من المستحيل تقديم إجابة.

---

(١) شهادة بن برنانكى. *Ben Bernanke, testimony before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Washington DC, September 23, 2008*

(2) Swagel, "The Financial Crisis," 32

كان بولسون وبرنانكى مذنبين، وكانت جريمتهما عدم التناغم وخداع النفس – وعند إنقاذ بنك بير، فإنهما أقرا بحقيقة ذلك، فى عالم يستخدم الروافع العالية، والرأسمالية المالية ذات الاتصالات البينية شديدة الكثافة، لا يمكن للمنشآت الموجودة فى مركز النظام فجأة بالانفجار الداخلى، إذ أن الضرر فى الضمانات سيكون كبيرًا جدًا. ولكن فى أثناء الشهور التالية، ومع هدوء الأسواق بعض الشيء، سمح بولسون وبرنانكى لنفسيهما بتخيل أنهما قد عادا إلى عالم أكثر بساطة وعدالة، عالم تتم به محاسبة غير المسئولين ماليًا عن تصرفاتهم. وإلا فكيف يمكن تفسير القرار الخيالى بترك ليمان وهو المنشأة الكبرى والأكثر اتصالاً عن بير، لينهار فى عطلة نهاية أسبوع واحدة؟

وحتى قبل عملية إنقاذ شركة *AIG* للتأمين، كانت حماقة هذا الإصرار قد أصبحت واضحة. ففى يوم الثلاثاء ١٦ سبتمبر، كان ***The Reserve Primary Fund*** (صندوق الاحتياطى الأول) وهو صندوق استثمار مشترك كبير للأموال، قد اشترى أكثر مما قيمته ٧٠٠ مليون دولار من الديون قصيرة الأجل التى أصدرها ليمان، والتى أصبحت الآن لا قيمة لها، والذى أعلن أن عملاءه ليس مسموحًا لهم من ذلك الوقت أن يسحبوا نقدًا من حساباتهم، لأنه لا يوجد لديه ما يكفى لدفع المبالغ التى يريدونها؛ فقد انهارت قيمة صافى الأصول إلى أقل من دولار للسهم الواحد. ومنذ إنشاء هذا الصندوق الاستثمارى المشترك الأول فى عام ١٩٧٠، لم يكن هناك سوى صندوق آخر واحد تجاوزت أصوله دولارًا واحدًا (***broken the buck***) ومع خشية أن تجد منشآت أخرى نفسها فى مصنع مماثل لوضع (صندوق الاحتياطى الأول) ***the Reserve Primary Fund***، فإن مستثمرى القطاع الخاص والمستثمرين المؤسسين بدءوا فى سحب أموالهم من صناديق سوق رأس المال، مما أثار إمكان حدوث تهافت على نطاق واسع على الصناعة. وفى بضعة أيام فقط، كان قد تم سحب ١٥٠ مليار دولار.

كان هذا تطورًا منذرًا بحق، وليس فقط بالنسبة لصناعة صناديق الاستثمار المشتركة. ومع وجود نحو ٣,٥ تريليون دولار ممثلة فى أصول، فإن صناديق سوق المال أصبحت من اللاعبين الرئيسيين فى النظام المالى، ومن خلال الاستثمار فى الأوراق التجارية وغيرها من الديون قصيرة الأجل، التى توفر تمويلاً يوميًا لكثير من المنشآت المالية وغير المالية. والآن، وقد ووجهت بعمليات استرداد متنامية، فإن كثيرًا من الصناديق بدأ فى اكتناز ما لديها من نقود، مما تسبب فى وضع شديد الاضطراب؛ كانت النقود تجف ببساطة. وبالمقارنة، فقد كان الجمود الائتمانى فى أغسطس ٢٠٠٧ أقل شدة.

وهكذا عادت الإثارة الجانبية المتزامنة إلى العمل. ومع اختفاء مقدرتهم على الوصول إلى الأموال، قام كثير من البنوك بتخفيض خطوطها الائتمانية لتمويل صناديق التغطية وغيرها من العملاء، وأخذت تطلب ضمانات أكثر. وبدا أن المسرح قد أصبح مهيأً لدورة مدمرة من عمليات البيع المذعور، وطلبات تغطية أكثر، وازدياد عمليات البيع. وكان جولدمان ومورجان ستانلى، وهما بنكا الاستثمار الكبيران الباقيان والمستقلان، قد بدءا يعانيان من نفس الضغوط التى أدت إلى إفلاس ليمان وبير. وانتشرت الشائعات، والتى ربما كانت حقيقية أيضًا، بأن المؤسستين تواجهان مشاكل فى تدبير التمويل. وفى يوم الأربعاء ١٧ سبتمبر بلغ سعر تداول سهم جولدمان أقل من ١٠٠ دولار بعد أن كان سعر تداوله قبل ذلك بأسبوع واحد أعلى من ١٥٠ دولار "إن جولدمان ومورجان كليهما كانا يعانيان من التهافت على البنك"[١] هكذا أخبرنى أحد كبار التنفيذيين فى وول ستريت بعد ذلك. "لقد بدأ الناس يسحبون أرصدتهم. وتصر الأطراف المقابلة على أن ترسل ضمانات أكثر".

---

(1) Cassidy, "Anatomy of a Meltdown," 49

وبدا أن "التفكك" الذى كان يخشاه برنانكى وآخرون يحدث فعلاً. وبحث المسئولون فى الاحتياطى الفيدرالى موضوع خلق "خط حياة ***lifeline***" يمكنه أن يعطى لجولدمان ومورجان وسيلة للوصول إلى أموال البنك المركزى. ومع ذلك، فإن برنانكى كان قد رأى ما يكفى. وبعد الموافقة فى اليوم السابق فقط على تقديم ٨٥ مليار دولار لشركة التأمين ***AIG***، لم تكن لديه رغبة لإقراض أموال الاحتياطى الفيدرالى لكل من جولدمان ومورجان، ولم يكن حتى متأكدًا أنها ستكون ذات فائدة. وفى مساء الأربعاء، وفى مؤتمر دُعى إليه مسئولون آخرون، طلب من بولسون أن يصحبه إلى تل الكابيتول لتقديم الحجة لضرورة قيام الاحتياطى الفيدرالى بعملية إنقاذ للصناعة المصرفية بأسرها. "إننا لا يمكن أن نستمر فى عمل هذا"[(١)] قال برنانكى "لأننا فى الاحتياطى الفيدرالى لا نملك الموارد اللازمة، إلى جانب الأسباب التى تتطلبها الشرعية الديمقراطية، ومن المهم أن يتدخل الكونجرس ويتولى مراقبة الموقف" ووافق بولسون. وفى اليوم التالى، بعد أن قاما بعرض الموضوع، ذهب الرئيس والرجلان إلى أعلى التل.

واتباعًا لمثال جيش قيصر فى عام ٤٩ قبل الميلاد، فإن الحكومة الأمريكية تكون قد عبرت الروبيكون ***The Rubicon***،[(*)] وفى ٣ أكتوبر ٢٠٠٨، فى محاولة الكونجرس الثانية، منحت وزارة الخزانة سلطة الإنفاق حتى ٧٠٠ مليار دولار – أى نحو ٥% من الناتج المحلى الإجمالى – فى شراء الأصول المصرفية المسممة. وبالخط الرفيع، كان قانون الإنقاذ يسمح لوزير الخزانة أن يستخدم الأموال بطرق أخرى. وبعد أن تحقق موظفو الخزانة من أن شراء الأصول بأسعار منخفضة

---

(1) Cassidy, "Anatomy of a Meltdown," 49

(*) الروبيكون = نهير فى شمال إيطاليا كان يشكل جزءًا من الحدود بين الجمهورية الرومانية والولايات التابعة لها. وقد اجتازه يوليوس قيصر عام ٤٩ ق.م. وأشعل بذلك نار الحرب الأهلية التى جعلته سيد روما. (عبور الروبيكون يعنى اتخاذ قرار لا رجعة فيه) (المترجم).

سيجبر البنوك على الاعتراف بخسائر أكبر، قام بولسون بوضع الخطة الأصلية جانبًا وتحوّل إلى إعادة رسملة البنوك مباشرة من خلال شراء أسهم امتياز.

وربما لم يكن هناك داعٍ للتركيز على آليات وحالات التجريم التى صاحبت التقدُّم فى برنامج التخلص من الأصول المثيرة للقلق ***Troubled. Asset Relief program***، مثل ذلك الجدل حول تعويضات ومرتبات التنفيذيين فى البنوك التى تلقت الضخ الرأسمالى، والقرار بإقراض أموال البرنامج (***TARP***) لكل من شركة كرايزلر وجنرال موتورز. والنقطة المهمة هى المبادئ التى رسخها البرنامج. وبعد أكثر من سنة، قامت حكومة الولايات المتحدة بصراحة بتحمل المسئولية لحل الأزمة المالية. أما الحديث عن ترك الموضوع للسوق، أو الاعتماد على الخصائص التعويضية للاقتصاد، أو البحث عن حل لدى القطاع الخاص – فقد تم طرح كل هذه المقترحات جانبًا. وبعد أن سُمح للرأسمالية العالمية بالتحرك حتى حافة الصخرة، الذى أفزع الناخبين، تعهد السياسيــون بصفــة نهائية، بعمل كل ما هو ضرورى لمنعها من السقوط وكان هذا وحده كافيًا لإعادة مظهر النظام.

وقد لعبت أحداث مماثلة أدوارًا مشابهة فى الدول المتقدمة الأخرى. وقد تضمنت برامج الاستقرار المالى التى تم تبنّيها فى الولايات المتحدة وفى غيرها ثلاثة عناصر هى: تعهد بعدم ترك المؤسسات النظامية المهمة عرضة للانهيار، والالتزام باستخدام أموال دافعى الضرائب للتوزيع الاجتماعى لبعض الخسائر التى تم تحملها، وتأييد سياسات البنك المركزى غير الأرثوذكسية التى تهدف إلى نقطة البداية فى أسواق الائتمان. وكانت كل هذه السياسات موضوعة على أساس الإقرار المتأخر بأنه إذا ترك الأمر لصناع السياسات فى القطاع الخاص بأن يتولوا رد الفعل على حوافز السوق على أسس فردية، فإنهم سيتبعون بشكل جماعى إجراءات تهزم الذات، مثل سحب أموالهم من المنشآت المالية ورفضهم تقديم القروض –

وليس هناك سوى الحكومة وحدها التى يمكنها التغلب على تهديد اللا منطقية الرشيدةَ وإقناعهم بالتنسيق على أساس نتيجة أفضل.

وفى الولايات المتحدة، تضمنت السياسة وزارة الخزانة، والشركة الاتحادية للتأمين على الودائع (*FDIC*) وبنك الاحتياطى الفيدرالى. وعلى الرغم من أن عمليات ضخ رأس المال من الخزانة قد حصلت على القدر الأعظم من الدعاية الإعلامية، فإن العناصر الأخرى من الحزمة كانت على الأقل ذات أهمية مماثلة.

وفى نوفمبر ٢٠٠٨، وافقت الشركة الاتحادية للتأمين على الودائع (*FDIC*) على ضمان الديون المصدرة من المؤسسات المالية الكبرى، ومن ثم نقل مخاطر الائتمان التى يتضمنها الإقراض لهذه الشركات من المستثمرين إلى دافعى الضرائب. وبحلول شهر يناير ٢٠٠٩، كانت معظم البنوك الكبرى فى البلاد، بما فيها سيتى جروب، وويلز فارجو، وجى بى مورجان تشيز، وجولدمان ساكس، وبنك أوف أمريكا، قد استفادت من هذا البرنامج "برنامج ضمان السيولة المؤقتة *Temporary Liquidity Guarantee Program*" فى تدبير أموال من المستثمرين، وكذلك بعض الشركات المالية غير المصرفية مثل شركة *GE Capital*.

وقد وافقت الحكومة الفيدرالية أيضًا على تحمل قدر كبير من مخاطر الخسائر الإضافية؛ على ٣٠٦ مليار دولار تملكها مجموعة سيتى جروب و ١١٨ مليار دولار يملكها البنك الذى تُفترَض صحته وهو بنك أوف أمريكا. والمبرر الظاهرى أو غير الحقيقى للصفقة الأخيرة كان هو أن بعض الأصول المؤمَن عليها كانت صادرة من ميريل لينش، والذى كان بنك أوف أمريكا قد اشتراه بتشجيع رسمى. وفى الواقع، فإن كلتا خطتى التأمين قدمت طريقة واضحة سياسيًا للإحاطة الدائرية ببعض البنود المتخثرة فى ميزانيات المنشآت بدون اللجوء إلى بدء الحكومة فى إدارة بنك سيِّئ، كما فعل السويديون فى أوائل التسعينيات، وكما فعل

اليابانيون بعدهم بعقد من الزمن. ولم يكن بولسون وزملاؤه بحاجة للذهاب إلى الكونجرس للموافقة على هذه الخطة، فقد قاموا ببساطة بعمل اتفاق مع سيتى بنك بأن تتحمل المنشأة أول مبلغ فى الخسائر بقيمة ٢٩ مليار دولار فى مجمع الأصول، وتأخذ الخزانة والشركة الاتحادية للتأمين على الودائع (*FDIC*) مبلغ ١٥ مليار دولار التالى، ويبتلع الاحتياطى الفيدرالى ٩٠% من الباقى (كانت الصفقة مع بنك أوف أمريكا مماثلة لذلك). وكان الثمن الذى حققته الحكومة من بنك سيتى فى هذه الصفقة - ٧ مليار دولار فى شكل أسهم ممتازة - منخفضًا بشكل مصطنع. وقام جلين هابارد ***Glenn Hubbard*** من جامعة كولومبيا، وهال سكوت ***Hal Scott*** من هاربارد، ولويجى زينجاليس ***Luigi Zingales*** من جامعة شيكاغو بحساب التكلفة المحتملة على دافعى الضرائب فى خطة التأمين فكانت حوالى ٦٠ مليار دولار[١]. ولما كانت الرسملة الكلية لسوق سيتى جروب بأسره فى نهاية عام ٢٠٠٨ أقل من ٤٠ مليار دولار، فربما كان من الأرخص تأميم المنشأة بأكملها بدلاً من التأمين على أصولها المسممة، ولكن الملكية العامة الصريحة كانت بالضبط هى النتيجة التى كانت وزارة الخزانة والبيت الأبيض يسعيان إلى تجنبها.

أما بالنسبة لسياسة الاستقرار المالى، فإن الوصول إلى البيت الأبيض فى عهد باراك أوباما قد تغير قليلاً. وقد انتقل جيثنر ***Geithner*** من بنك الاحتياطى الفيدرالى بنيويورك، إلى وزارة الخزانة، وانتقد السياسات التى كان قد ساعد بولسون وبرنانكى فى وضعها، وبدلاً من النظر فى التأميم المباشر للبنوك المضطربة، كما كان ينادى بذلك بعض المعلقين، فإن الإدارة الجديدة تمسكت بالنهج غير المباشر للتخلص من الأصول المثيرة للقلق (*TARP*)، وخطط التأمين، وبرامج التمويل المتنوعة لوزارة الخزانة والاحتياطى الفيدرالى. وقد عززت هذه

---

(1) Glenn Hubbard, Hal Scott, and Luigi ZIngales, "From Awful to Bad: Reviewing the Bank Rescue Options," Wall Street Journal, February 7, 2009, A11

السياسات الموروثة بحزمة حفز أخرى، وهى عبارة عن سلسلة من اختبارات التوتر للبنوك، والتى اعتبرها كثيرون من الخبراء المستقلين مذبحة، وجهد متجدد لشراء الأصول المسممة، التى ناضلت للصعود.

ومن خلال كل هذا، ظل دور الاحتياطى الفيدرالى هو الدور الرئيسى. بل وحتى رقباء البنك المركزى من ذوى الخبرة، صادفوا صعوبات فى الالتزام مع برامجه الجديدة الخاصة بتسهيلات الإقراض وبرامج شراء الأصول. والمقياس الحقيقى لها كان هو التوسع فى ميزانية الاحتياطى الفيدرالى، الذى كان يرى أنها انخفضت من ٩٠٠ مليار دولار فى أغسطس ٢٠٠٧ إلى ٢,١ مليار فى مايو ٢٠٠٩. وفى سبتمبر ٢٠٠٨، بدأ الاحتياطى الفيدرالى فى إقراض الصناديق الاستثمارية المشتركة بسوق المال التى كانت تواجه السداد. وفى الشهرين التاليين، قال إنه سيساعد فى تمويل مشتريات الأوراق التجارية، ويقدم قروضا لشراء السندات المعززة بأصول، وشراء سندات الرهون التى أصدرها فانى وفريدى. وفى يناير ٢٠٠٩، أعلن أنه سيبدأ فى شراء أوراق الخزانة ***Treasuries***، وفى مارس قال إنه سيعد برنامج إقراضه للسندات المعززة بالأصول، فى محاولة لإعادة إحياء أسواق التسنيد حتى تبلغ ١ تريليون دولار. ولم تكن أى من هذه الخطط مجالاً مفتوحا، ولكن كثيرا منها كان يتضمن السماح للمنشآت المالية بتدبير أموال على الأصول التى لا يقبلها المقرضون الآخرون كضمان، مع قيام الاحتياطى الفيدرالى بأخذ معظم مخاطر جانب الهبوط. أما قيام البنك المركزى بتقديم الائتمان إلى الشركة ذات الحالات المضطربة، فهو طريقة أخرى لتقديم إعانات دعم بهدوء إلى القطاع المالى.

وقد وصف جون كينيث جالبريث فى ملاحظة بارعة أن الاشتراكية المحترمة الوحيدة فى أمريكا هى "اشتراكية الأغنياء". وفى الواقع فإن جالبريث

كان مخططًا، فإن الخطط الاشتراكية التى تصمَّم لمساعدة وول ستريت ينبغى أن تختفى تحت قناع لا يظهرها. وعندما يجرى تنفيذها علنًا، كما كان الحال مع برنامج التخلص من الأصول المثيرة للقلق (*TARP*)، فإنها تخلق حالة من الاحتجاج. ومن الواضح، أن كثيرًا من الأشخاص يفضلون أن يروا حدوث انهيارات مالية أكثر مما يفضلون رؤية عمليات إنقاذ البنوك. إن جاذبية ضمانات القروض وخطة التأمين المعقدة، وترتيبات التمويل تكمن فى أنه بينما يفهم مستثمرو وول ستريت الالتزامات المالية التى تتضمنها، فإن معظم أعضاء الكونجرس ومحررى الصحف لا يفهمونها. وهذه الخطط الغامضة تسمح للحكومة باستخدام قوة الأموال العامة لتحقيق استقرار الأسواق بدون إحداث اضطراب بين الجمهور، وهكذا يجرى انتشارها.

فى أبريل ٢٠٠٩، قام صندوق النقد الدولى بتسعير الجهود التى بذلتها الحكومات الغربية لدعم نظمها المالية والتى بلغت تقريبًا ١٠ تريليون دولار، كان نصفها فى صورة التزامات مباشرة وكان النصف الثانى فى صورة خطط تأمينية وغير ذلك من الضمانات[١]. هل تم إنفاق هذه الأموال بشكل جيد؟ لقد وصلت متأخرة جدًا لتمنع أكثر الانخفاضات الاقتصادية حدّة منذ الثلاثينيات من القرن الماضى. وقد ضربت الأيام الدرامية لشهرى سبتمبر وأكتوبر عام ٢٠٠٨ المستهلكين ورجال الأعمال مثل صدمة كهربائية، مما دفعهم إلى تخفيض مصروفاتهم. وفى أثناء الشهور الثلاثة الأخيرة من العام، انخفض إنفاق المستهلكين على السلع المعمرة مثل: السيارات والقوارب، بنسبة ٢٢% على أساس سنوى، وهبط إجمالى الاستثمار الخاص بنسبة ٢٣%، وانخفضت الصادرات بنسبة ٢٤%. وقد كان الربع الأول من عام ٢٠٠٩ أكثر سوءًا فى بعض النواحى. فقد هبط

---

(1) IMF Global Financial Stability Report, April 2009.

يمكن الحصول على تقرير صندوق النقد الدولى من خلال الرابط:
http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm

الاستثمار بنسبة ٤٩% على أساس معدل سنوى، وهبطت الصادرات بمعدل سنوى بلغ ٣١%. وانخفض الناتج المحلى الإجمالى ***GDP*** بمعدل سنوى بلغ أكثر من ٦%. ومع هبوط الطلب على السلع والخدمات، قامت المنشآت بالاستغناء عن العمال. وفيما بين سبتمبر ٢٠٠٨ ويونيه ٢٠٠٩ تم إلغاء ما يزيد على ٥ مليون وظيفة، وقفز معدل البطالة من ٦,٢% إلى ٩,٥%.

كان الركود عالميًا. من أيرلندا إلى ألمانيا واليابان، وقد هبط الإنفاق والناتج. وفيما بين أبريل ٢٠٠٨ ومارس ٢٠٠٩ انخفض الإنتاج الصناعى العالمى بنسبة تقترب من ١٥%، مما دفع المؤرخين الاقتصاديين بارى أيخنجرين ***Barry Eichengreen*** وكيفين أورورك ***Kevin O'Rourke*** للمقارنة فى أبريل ٢٠٠٩. "إن الإنتاج الصناعى العالمى والتجارة وأسواق الأسهم تغطس بسرعة الآن عما كانت عليه فى ١٩٢٩-١٩٣٠"(١).

وقد أظهر الانخفاض الذى شمل العالم بأسره أن مينسكى وسويزى كانا على حق عندما قالا إن حظوظ الاقتصاد بصفة عامة لا يمكن فصلها تمامًا عما حدث فى وول ستريت. وفى الاقتصاد الذى يعتمد على الأعمال المالية، فإن حالات التعثر فى التدفقات الائتمانية والمشاكل فى المؤسسات المالية الرئيسية سيكون لها فى نهاية الأمر أثر على قرارات الإنفاق، وتوقعات العمالة، لدى كثير من الناس الذين ليس لهم علاقة مباشرة بالأسواق المالية. وول ستريت ومين ستريت، بكل ما لديهما من شكوك متبادلة، أصبحا مرتبطين ببعضهما فى حضن تكافلى تام.

وعلى الرغم من الركود العالمى، فإن التدخلات الحكومية نجحت فعلاً فى منع انهيار بالجملة للنظم المالية على الرغم من خسائر البنوك وحالات التنازل،

---

(1) *Barry Eichengreen and Kevin H. O'Rourke, "A Tale of Two Depressions," Centre for Economic and Policy Research, Jun 4, 2009.* يمكن الحصول عليه من خلال الرابط: *http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421*

التى بلغت فى نهاية عام ٢٠٠٨ نحو ١ تريليون دولار (كما ذكر بولسون علنًا "إنك لا تحصل على ائتمان ضخم لإجهاض كارثة" هكذا قال لى برنانكى)[١]. وفى صيف عام ٢٠٠٩ كان هناك دليل، أخيرًا، على انفراج فى أزمة الائتمان. وفى كثير من أسواق الائتمان انخفضت تكلفة الاقتراض بدرجة كبيرة وازداد حجم القروض. وقد هبطت أعداد المنشآت المالية التى كانت تعتمد على الاحتياطى الفيدرالى فى التمويل هبوطًا حادًا. بل إن بعض أسواق التسنيد ***Securitization markets***، مثل تلك الأسواق التى تقدم على مديونيات بطاقات الائتمان وقروض السيارات، قد انتعشت ولكن بمساعدة الاحتياطى الفيدرالى. وقد عادت أسواق الأسهم العالميـــة إلى النهوض بشكل قوى، مع عودة مؤشر داو مرة أخرى إلى ما يزيد على ٩٥٠٠.

وفى أوائل يونيه، أعلنت وزارة الخزانة أن عشرة بنوك كبرى تتضمن: جى بى مورجان تشيز. وجولدمان ساكس، ومورجان ستانلى سيسمح لها بسداد ٦٨ مليار دولار فى شكل قروض حصلت عليها من برنامج التخلص من الأصول المثيرة للقلق (*TARP*)، مبينًا أن الحكومة توقفت عن اعتبار هذه المنشآت معرضة لمخاطر صدمة مالية أخرى. وفى منتصف يوليه أعلن جولدمان ساكس، الذى كان منذ عشرة شهور قبل ذلك على حافة الانهيار، حصوله على مكاسب ربع سنوية قياسية بلغت ٣,٤٤ مليار دولار، مهيئًا المسرح لعودة المكافآت ذات الأرقام الثمانية. "إن هناك فرصة جيدة جدًا لرؤية اقتصاد الولايات المتحدة والاقتصاد العالمى يعودان إلى النقطة عندما يمكن أن ينموا مرة أخرى فى خلال بضعة أرباع السنوات القليلة القادمة"[٢] كانت هذه الملحوظة التى أدلى بها جيثنر فى أثناء رحلة إلى أوروبا.

---

(1) Cassidy, "Anatomy of a Meltdown," 63

(2) Chris Giles, "Geithner Sees Signs of US and Global Recovery," Financial Times, July 14, 2009, 1

كان هناك دليل للعودة إلى تفاؤل جيتنر. ففى الربع الثانى انخفض الناتج المحلى الإجمالى للولايات المتحدة بمعدل سنوى لا يزيد على ١% أو ما يقرب من هذه النسبة. ومع عودة مبيعات السيارات، وغير ذلك من صور الإنفاق، إلى النشاط فى كثير من النواحى فى البلاد، كان المتنبئون الاقتصاديون يتنبئون بأن النمو سيكون إيجابيًا فى الربع الثالث. وحتى فى سوق العقارات الراكد، كانت هناك أنباء طيبة. وفى خلال شهر يونيه، طبقًا للأرقام القياسية ***Case-Shiller*** الخاضعة للمراقبة الدقيقة، فإن أسعار المساكن ارتفعت فى ١٨ مدينة من المدن العشرين الكبرى. "وعندما كنت أرى هذه الأرقام كنت أرقص رقصة سريعة"(١)، هكذا قال كارل كيس ***Karl E Case***، الاقتصادى من ولسلى والذى ساعد فى وضع الأرقام القياسية، لجريدة نيويورك تايمز. "ويبدو أن سوق المساكن يعود إلى الاستقرار بأسرع مما كان يظن الناس. وفى ١٢ أغسطس ٢٠٠٩، أى بعد حوالى سنتين من اليوم الذى بدأت فيه أزمة الديون متدنية التصنيف، أصدرت لجنة السوق المفتوحة بالاحتياطى الفيدرالى بيانًا تتنبأ فيه بحدوث "العودة التدريجية لنمو اقتصادى مستدام"(٢). وبعد ذلك بثلاثة عشر يومًا، قال الرئيس أوباما إنه كانت لديه النية فى تعيين بن برنانكى لمدة ثانية، كرئيس لمجلس الاحتياطى الفيدرالى.

وإذا كانت الأزمة المالية والركود سينتهيان، فإن الأمريكيين وأعدادًا أخرى لا تحصى ولا تعد من البشر حول العالم ستكون لديهم قوة ساحرة ليشكروه، ألا وهو التدخل الحكومى النشيط. وفى خضم الأنباء الاقتصادية المشجعة، نادرًا

---

(1) David Streitfeld, "Index Shows an Improvement in Home Prices," New York Times, August 25, 2009. يمكن الحصول عليه من خلال الرابط:
http://www.nytimes.com/2009/08/26/business/economy/26econ.html?_r=1&em

(2) Federal Reserve press release, August 12, 2009
يمكن الحصول على البيان الصحفى من خلال الرابط:
http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090812a.htm

ما توقف أى فرد للنظر فيما كان سيحدث لو أن صناع السياسات قد تمسكوا بشعارات حرية العمل *Laissez-faire* التى كانوا يرددونها قبل بداية الأزمة – وإذا ما حدث بدلاً من إغراق النظام المالى بقروض رخيصة، وضخ أموال دافعى الضرائب فى البنوك والالتزام بعدم السماح بتكرار إفلاس بنوك ليمان، فقد تراجعوا إلى الوراء وتركوا حرية الحكم لليد الخفية. وربما كان السبب الذى من أجله اعتبرت قلّة أن هذا الفرض المضاد للحقيقة ظاهر السخافة. وفى أثناء الكارثة الاقتصادية عندما تفشل الأسواق فإن كثيرين من الاقتصاديين حتى المحافظين منهم يحسون بالراحة عند رؤيتهم لتدخل الحكومة، إذ أنه عمليًا لا يوجد شخص يود المخاطرة بوقوع كساد عظيم آخر بالاعتماد على المشروعات الحرة. ولكن ذلك، يثير بالتأكيد سؤالاً عن سبب إيمان أى شخص فى الاقتصاد اليوطوبى منذ البداية. وعلى غرار عمل النماذج القائمة على أساس المخاطر ***VAR-based risk modeling***، فإن القوة المعجزة للاستقرار الذاتى للسوق تفشل عندما تقوم أشد الحاجة إليها. وقد علقت منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية (*OECD*)، وهى منظمة اقتصادية دولية مقرها باريس، على ذلك "إنه بفضل جهود السياسة الاقتصادية القويّة يبدو أنه تم تجنب سيناريو ربما كان أشد إظلامًا. ولكن هذا ليس سببًا يدعو للتسامح وغض الطرف. فإن الحاجة إلى الإجراءات السياسية القوية تظل مطلوبة فيما بين ميدان أوسع من السياسات"[١].

---

(1) Organization for Economic Cooperation and Development, Economic Outlook, no. 85 (June 2009): 5

خاتمة

تكاد رحلتنا الطويلة عن فشل الأسواق تكون قد شارفت نهايتها. وإذا كان القارئ يحس أنه قد قرأ كتابين، أو ربما ثلاثة فإننى أطلب سماحه وأقول مع لمسة لقبعة فلوبيرت ***Flaubert***، إنه بينما قد يكون الاختصار فضيلة فإن الله يكمن فى التفاصيل – وهو شيء عجز الاقتصاد اليوطوبى عن إدراكه – وفى نهاية كتاب مخصص إلى حد بعيد للنظريات الاقتصادية، قد يكون فى القول بأن التفاصيل لها أهميتها شيء من الإثقال على القارئ، ولكن النقطة بعيدة جدًا عن القبول العام.

فى فلسفة التاريخ، هناك أربعة أسماء تلوح لضخامتها هى: ماكولاى ***Macaulay***، وماركس ***Marx***، وكينز ***Keynes***، ورادج ***Rudge***. وبالنسبة لمدرسة ماكولاى، فإن المبادرة الفردية هى المحرك الرئيسى للتاريخ، فإن عظماء الرجال يخلقون الأحداث العظيمة، ومن خلال أعمالهم تؤثر الأفكار فى الواقع. أما ماركس فلم يهمل الدور الذى تلعبه الأفكار والأفراد. وعلى أى حال، فقد كان ينظر إليهم كقوى ثانوية للقوى المجهولة واسعة النطاق التى تحرك التغيير التاريخى، والتى تعتبر المادية من أهمها جميعًا، أو حرب الطبقات. وكينز، كما أشرت فى المقدمة، زعم أن الأفكار التى ينشرها الاقتصاديون والفلاسفة لها أهميتها الأساسية، وكتب "إن العالم فى الواقع يحكمه قليل آخر". أما بالنسبة لرادج فإن إحدى الشخصيات فى مسرحية ألان بنيت ***Alan Bennett*** "أولاد التاريخ ***The History Boys***" كانت صوت العدمية *nihilistic voice*(*) لما بعد الحداثة وعندما سأله أحد معلميه كيف

(*) *Nihilism*: العدمية. وجهة نظر تقول بأن القيم والمعتقدات التقليدية لا أساس لها من الصحة وأن الوجود لا معنى له ولا غناء فيه (المترجم).

يعرّف التاريخ، أجاب: "حسنًا"، إنه مجرد مجموعة من البذاءات يتلو أحدهما الآخر" (ويشتهر عن رجل الصناعة هنرى فورد أنه قال شيئًا شبيهًا بذلك).

وهناك شيء ما فى كل من هذه النظريات. فإذا كان رونالد ريجان، بدلاً من تعيينه ألان جرينسبان رئيسًا لمجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى فى عام ١٩٨٧، قد تحدث مع بول فولكر بشأن بقائه لمدة أربع سنوات أو ثمانى سنوات أخرى، فربما كانت الأمور قد اختلفت. وكان خليفة فولكر فى منصب رئاسة الاحتياطى الفيدرالى بدلاً من أن يكون أحد الأتباع المخلصين لآين راند ***Ayn Rand***، ربما كان مصرفيًا محافظًا آخر. ومثل هذا الشخص كان من المؤكد ألا يسمح بفقاعتى مضاربة أن تنتفخا فى غضون أقل من عقد من الزمن، ومن المؤكد أيضًا أنه لم يكن ليسلك سلوك الفارس النبيل تجاه اللائحة المالية. وعندما يأتى الوقت الذى يجلس فيه المؤرخون ليكتبوا عن "فقاقيع جرينسبان"، فإنهم سيقومون بذلك لسبب جيد وهو أن رئيس مجلس الإدارة للاحتياطى الفيدرالى السابق، أكثر من أى فرد آخر كان مسئولاً عن توحش الخنازير وانطلاقها دون ضابط.

وحتى لو كان جرينسبان لم يأت إلى الاحتياطى الفيدرالى، على أى حال، فإن التاريخ كان سيمضى فى نفس مساره العام وهو استمرار الثورة المضادة، وهكذا كان سيمضى النمو السريع. وكلتا الظاهرتين كانتا تعكسان اللعب بعيدًا عن بعض القوى العميقة لماركس. ففى أوائل السبعينيات، وفى ظل الهجوم الضارى لارتفاع الإنفاق الحكومى، والعولمة، والطلب المتنامى على الموارد الطبيعية كان العقد الاجتماعى بين العاملين والشركات والذى قام على أساسه الازدهار فى فترة ما بعد الحرب يتآكل بشكل سيئ، وكذلك الملامح الأخرى للاستقرار الكينزى مثل التضخم المتواضع، والنظام النقدى لبريتون وودز. إن اقتصاد السوق الحر قدّم بديلاً فكريًا لتفاهم كيندى – جونسون – نيكسون الذى كان معروفًا فى المملكة

المتحدة باسم "*Butskelism*" وقد قدَّم التسنيد وصعود أسواق الأسهم وسيلة بديلة لتعبئة وتنظيم الاقتصاد. وإذا لم يتمكن مديرو الشركات والمسئولون الحكوميون من إعادة بناء الصناعات الهابطة، وضبط عجز الموازنة، والنهوض بمعدلات الأرباح الذابلة فربما يمكن للأسواق المالية أن تقوم بالمهمة. لقد تحولت الظروف فى مصلحة وول ستريت.

كما أن وجهة نظر رادج / فورد عن العالم يجب أن تلقى بعض الاحترام. إذ أنه على الرغم من كل الجهود التى يبذلها الاقتصاديون والصحفيون، مثلى، لتبرير حدوث الأزمات الائتمانية والانهيارات المالية، وغيرها من الأحداث المتطرفة، فإن هناك لا محالة عنصرًا للعشوائية والنزوات والتغيرات الإنسانية والأحداث الفردية. وإذا كان جيمى كاين *Jimmy Cayne* قد أنفق وقتًا أقل فى لعب البريدج، ووقتًا أطول فى تحليل سوق السندات متدنية التصنيف، ولو كانت جهود ديك فالد *Dick Fuld* لإقناع المستثمرين الكوريين بشراء حصة فى بنك ليمان براذرز لم تفشل، وإذا كانت الأحوال المالية لشركة تأمين *AIG* لم تتدهور تدهورًا حادًا فى عطلة نهاية الأسبوع نفسها التى كان بنك ليمان ينهار فيها،.. إن لعب الألعاب المضادة للحقيقة متعة، وقد يضفى شيئًا من الضوء والنور. فعند حلول صيف عام ٢٠٠٨، على أى حال، كان من غير الممكن فعلاً تجنب وقوع انهيار مالى. إذ أنه فى أعقاب الزواج القسرى بين بير ستيرنز وجى بى مورجان تشيز، بدأت الآمال تخمد تدريجيًا فى إحياء سوق الائتمان. وكان جزء كبير من منشآت وول ستريت يفتقد الأموال والثقة. وكان السؤال الوحيد هو ما إذا كانت الحكومة ستتدخل قبل أو بعد حدوث مصيبة أخرى.

ومع أن كينز، بما عرف عنه من تميز، قد بالغ فى حالته، فلا يمكن أن يكون هناك محل للجدل. فى هذه الحالة، بشأن أن تطبيق الأفكار ذات التوجيه

الخاطئ كان مسئولاً إلى حد كبير عن وضع اقتصاد الولايات المتحدة على مساره المدمِّر. وقد بادر الأفراد من أصحاب المساكن، ومقرضو الرهون ورجال البنوك برد الفعل للحوافز المالية الفورية التى واجهوها. ولكن الاقتصاد الكلى والإطار التنظيمى الذى كانوا يعملون فى نطاقه كان انعكاسًا لما يزيد على عشرين عامًا من عبادة السوق الحر. وفيما بين انهيار الشيوعية ووقوع أزمة السندات متدنية التصنيف، كان هناك احترام مفهوم ومبرَّر لقوى السوق التى تحولت وتغيَّرت إلى إخلاص جامد غير قابل للمساءلة لنوع خاص صارخ وشديد الوضوح وغير واقعى لتعديل اليد الخفية لآدم سميث.

وقد قال ميلتون فريدمان ***Milton Friedman*** الذى توفى عام ٢٠٠٦، بأن اختبار النظرية الاقتصادية ينبغى أن يفسر كثيرًا باستخدام القليل. ولكن النظرية الحديثة لليد الخفية التى روَّج لها فريدمان وآخرون تفسر كثيرًا جدًا وتستخدم قليلاً جدًا. وفى جوهرها، تقول ببساطة إن المصلحة الذاتية مضافًا إليها المنافسة تعادل النيرفانا *Nirvana*.(*) وليس هناك ذكر فى هذه المعادلة لمؤسسات الرأسمالية الحديثة، مثل الشركات متعددة الجنسية، وأسواق المشتقات، والبنوك العالمية، والصناديق الاستثمارية المشتركة. إلى جانب عدم تماثل المعلومات، وعدم اليقين، والسلوك المحاكى (تقليد السلوك)، وآثار الشبكات، وقصر النظر إزاء الكوارث - واستعارة اليد الخفية تقوم بتجريد هذه الملامح السيئة للحقيقة أيضًا. ويقول المدافعون عنها "لا تقلقوا"، فإن السوق سيعتنى بكل شىء. عليك فقط التأكد من أن المنافسة هى التى تسيطر، وأنها تمنع ظهور الاحتكارات، وبهذا تصبح النتيجة الجيدة مضمونة.

(*) النيرفانا = *Nirvana* = السعادة القصوى والتى تلتمس، فى البوذية، عن طريق قتل شـــهوات النفس (المترجم).

وفى الواقع فإن بعض اقتصاديى السوق الحر لم يعودوا يقولون ذلك. وقد ألقى ألان جرينسبان باللوم فيما يخص انهيار السندات متدنية التصنيف على النماذج المضللة للمخاطر التى اعتمدت عليها مؤسسات القطاع الخاص. وكان ريتشارد بوزنر *Richard Posner* قد انتقد بشدة تلك الإجراءات المضللة التى اتخذها رجال البنـــوك وغيرهم مـــن رجال المال، وأطلق على أحدث كتبه اسم "فشل الرأسمالية" *A Failure of Capitalism*، وعلى الرغم من أن بعض المحافظين ما يزالون يلقون باللوم عن كل شىء على فانى ماى/ فريدى ماك، أو ما أطلقوا عليه رؤية بوش/ كلينتون (مجتمع الملكية *Ownership Society*)، ولكن هذا التصوير المضاد للحكومة يصعب وضعه موضع الجد. وكما حدث فى سنوات الثلاثينيات من القرن الماضى، فإن السوق الحر غير المقيد قد ألحق الخزى بنفسه فى نظر الجمهور العام بأسره. وقال وزير الخزانة تيموثى جيثنر *Timothy Geithner* فى شهر مارس ٢٠٠٩، "لقد فشل نظامنا بطريقة أساسية فى جوهره". وأردف قائلاً "إن تناول هذا سيتطلب إصلاحًا شاملاً. وليس مجرد إصلاحات متواضعة على الهامش. ولكن وضع قواعد جديدة للعب"[١].

كان بيان جيثنر جديرًا بالثناء لجرأته وشجاعته، ولكن بناء نظام كامل جديد للإشراف الاقتصادى والتنظيم لا يمكن أن يتم تشييده فى الفراغ. إذ تنبغى مواجهة المصالح الذاتية الكامنة، وتنازع الأغراض التى يجب تسويتها. وفوق كل هذا، وضع طريقة جديدة للتفكير بشأن الاقتصاد لكى تحل محل الاقتصاد اليوطوبى – وهى فلسفة اقتصادية تعترف بفائدة الأسواق، ولكنها تعترف أيضًا بمحدوديتها، وهذا إقرار بوجود نظام هايك للاتصالات السلكية واللا سلكية، ولكنه أيضًا باتجاهه إلى الانهيار. إن الاقتصاد القائم على الواقع يوفر مثل هذه الفلسفة تمامًا. والعمل

---

(1) Timothy Geithner, testimony before the Committee on Financial Services, US Congress, Washington, DC, March 26, 2009

وفقا للنظرية والخبرة، يجعله يتحمل فكرة فشل السوق كفكرة رئيسية، مع الاعتراف بأدوار الاعتماد البشرى المتبادل واللا منطقية الرشيدة التى يتم لعبها فى عملية خلقه. وإذا ما كانت هناك مصائب أخرى يمكن تجنبها، فإن صناع السياسة يحتاجون إلى تحول عقلى كبير واحتضان هذه الفلسفة العملية الواضحة.

وحتى الآن، لا يوجد سوى قليل مما يشير إلى حدوث هذا. وبينما ولَّد التحول الاقتصادى الهابط دعمًا للإصلاحات الاقتصادية من مختلف الأنواع، فإن قطاعًا كبيرًا من الطبقة السياسية – على جانبى الأطلنطى – يظل قابعًا فى فخ لعبة الحرب العتيقة. وفى واشنطن، بصفة خاصة، قد تؤدى بك المناقشات حول الرعاية الصحية والإصلاح المالى إلى الاعتقاد بأن الخيار الوحيد بينهما هو الخيار بين الحرية والاشتراكية، فإما أن تكون إلى جانب السوق الحر أو أن تكون مؤيدًا للتدخل الحكومى بحماس شديد. وهذا شىء سخيف. وإذا كان هذا الكتاب لم ينجح فى أى شىء آخر، إلا أننى أرجو أن يكون قد أوضح أن السوق الحر المثالى مجرد خيال، أو اختراع أو أنه لم يكن موجودًا على الإطلاق. وأنه لن يوجد أبدًا.

وفى مكانه، لدينا مزيج من المشروع الخاص والعام، من النشاط غير المركزى والإشراف المركزى. وهذا النظام المختلط ليس من السهل تخفيضه إلى شعارات فكرية ومقاطع صوتية. وعلى أى حال، فإنه قد تجاوز ما يشير إليه الاقتصاديون باعتباره اختبار السوق. وفى كل دولة متقدمة، يقوم القطاع الخاص بإمداد معظم السلع والخدمات التى يريد الناس شراءها، ولكن المؤسسات الممولة حكوميًا تلعب أيضًا دورًا مهمًا، سواء فى توفير الأشياء التى لا يمكن للسوق توفيرها، أوفى وضع القواعد والتنظيمات. وبعض هذه القوانين، مثل تلك التى تحدد الإعانات الزراعية الضخمة فى الولايات المتحدة وفى دول الاتحاد الأوروبى، تروِّج مصالح اقتصادية معينة. وأخرى، مثل إرشادات الصحة والأمان تهدف إلى حماية المصلحة العامة.

إن الحكومة الفعالة هى موضوع تحقيق التوازن السليم بين الاستقلال والتنسيق. كما ستتم إعاقة الإشراف المتشدده والابتكارات الصحية. ويسمح بقدر قليل من الإشراف، ويمكن للاقتصاد أن يغير اتجاهه نحو الازدهار والكساد، ويمكنه أيضًا أن يولِّد كافة أنواع العوامل الخارجية السلبية، مثل التلوث والآفات الحضرية. ولحسن الحظ فإن فكرة اللا منطقية الرشيدة توفر طريقة لصناع السياسة للتفكير بشأن هذه البدائل. وفى كثير من حالات الإجراءات الحكومية تكون المشكلة هى مشكلة علاج هيكل الحوافز الخاصة الذى يؤدى إلى ظهور نواحى نشاط ضارة اجتماعيًا. وقد كان اقتصاديو السوق الحر على حق تمامًا عندما قالوا إن الحوافز لها أهميتها – ولكن استخدامها الاستخدام الصحيح يتضمن ما هو أكثر من الاعتماد الأعمى على السوق الحر. وفى جميع الحالات الكثيرة يكون هذا هو مصدر المشكلة.

وبالروح العملية للاقتصاد القائم على الواقع، لنقم بتناول سؤال لينين: "ما الذى يجب عمله؟" ابتداء من سوق المساكن ليس هناك ما هو خطأ بالنسبة للمبدأ العام للتسنيد. وفى ناحية الرهون الممتازة، حيث يجرى "توفيق" القروض التى تفى بشروط ومعايير ضمان فانى ماى وفريدى ماك التى تدخلها ضمن السندات، والتى عملت بشكل جيد لأكثر من خمس وعشرين سنة. وعندما قامت بعض الشرارات الذكية فى وول ستريت بمد الفكرة إلى رهون السندات متدنية التصنيف، سرعان ما تآكلت معايير الضمان وكانت النتيجة مدمرة. وبدلاً من نشر المخاطر، انتهى التسنيد إلى إخفاء المخاطر وتركيزها، ومن ثم خلق تساقط سلبى هائل، كاد يعصف بالنظام المالى إلى حد الانهيار.

ولمنع تكرار ذلك، فإن البنوك التى خلقت وقامت بتوزيع سندات الرهون ينبغى أن تُجبَر على الاحتفاظ ببعضها فى دفاترها، ربما كان بنسبة الخمس. وهذا سيجعلها تراقب أنواع القروض التى اشتروها، والتى بدورها ستعمل على ضبط

وتنظيم مقرضى الرهون. ثانيًا: إن سماسرة الرهون ومقرضى الرهون ينبغى أن يتم خضوعهم لتنظيم على المستوى الفيدرالى. إن الرهون سهلة نسبيًا كما أنها اختراعات مرتفعة الفائدة، يقوم المقرضون عن طريق تنويع شروط الاقتراض وإضافة بعض الرسوم شبه الخفية، يمكن أن تتحول بسرعة إلى منتجات مربكة وخطيرة. ولا يمكن الاعتماد على الوكالات المحلية التنظيمية والتى ليس بها الأعداد الكافية من الموظفين للقيام بتناول هذه المشكلة. وينبغى على الحكومة الفيدرالية أن تشدد قوانين الإقراض السلاًبة، وأن تضع عقوبات قاسية عن إصدار قروض لا يمكن للمقترضين تحمل سدادها بطريقة معقولة.

وإذا ما تم اتباع إحدى أفكار إليزابيث وارين ***Elizabeth Warren***، من مدرسة هارفارد للقانون، وقد اقترحت إدارة أوباما، والديمقراطيون فى الكونجرس إنشاء وكالة حكومية جديدة لتنظيم المنتجات المالية التى يتم تسويقها إلى المستهلكين باسم: وكالة الحماية المالية للمستهلك ***Consumer Financial Protection Agency*** وهذا يبدو معقولاً، فإن الحكومة تمنع الشركات من بيع الأدوية الضارة وألعاب الأطفال التى تشتعل بسرعة، ولكن مقرضى الرهون كانوا أحرارًا تمامًا فى بيع بضاعتهم بالتجزئة من السندات متدنية التصنيف مع خيارات الرهون القابلة للتعديل ***ARM*** التى صُممت لتنفجر بعد بضع سنين، مما يضطر المقترض للقيام بعملية إعادة تمويل عالية التكلفة. إن الاقتصاد اليوطوبى يقوم على أساس فكرة أن الناس يعرفون مصالحهم بأفضل شكل. ولكن هذا يفترض أنهم سيكون لديهم كامل المعلومات التى يحتاجون إليها، والتى يمكنهم فهمها. وفى حالة الرهون والمنتجات المالية الأخرى، فإن المعلومات ذات الصلة غالبًا ما تكون مخبأة أو تكــون معقدة أو كلتيهما. فالبائع يعرف أكثر من المشترى "لماذا يتم بيع معظم المنتجات الخطرة إلـــى أقل المقترضين دراية؟"(١) وهو السؤال الذى سأله إدوارد جراملیتش

(1) Edward Gramlich, "Booms and Busts: The Case of Subprime Mortgages," paper presented to the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 31, 2007

Edward Gramlich، الاقتصادى ومحافظ بنك الاحتياطى الفيدرالى الراحل، فى ورقة عام ٢٠٠٧. "إن السؤال يجيب على نفسه. فإن أكثر المقترضين سذاجة يحتمل أن يقع فى خديعة أخذ هذه المنتجات".

إلا أن المقرضين لم يكونوا الوحيدين الذين قاموا بالخداع. بل إن كثيرًا من مشترى المساكن أخذوا قروضًا كانوا يعلمون تمامًا أنهم غير مؤهلين لها. وكانوا يكذبون بشأن قدرتهم على سداد أثمانها. وينبغى على الحكومة أن تجرِّم القروض التى يتم الحصول عليها طبقًا للدخل المعلن وأن تعمل على إنفاذ قوانين التدليس القائمة على طالبى الرهون، والتى تجرِّم الكذب فى ذكر أحوالك المالية الخاصة. والدليل يبين أن طالبى الرهون الذين يكذبون بشأن دخولهم تزداد إلى حد كبير احتمالات تعثرهم فى سداد قروضهم. وآثار التعثر فى الرهون، كما رأينا، سرعان ما تتساقط على بقية الاقتصاد.

ربما كان أكبر الدروس التى تعلمناها هو ذلك الدرس الذى علَّمنا إياه هيمان مينسكى *Hyman Minsky* فى الثمانينيات من القرن العشرين، وهو أن وول ستريت تحتاج إلى ترويض؛ إذ أنه على المستوى الفردى، البنوك، وبنوك الاستثمار وغيرها من الشركات المالية تقدم خدمات أساسية. وإذا ما أخذت معًا، على أى حال، فإن إجراءاتها الخاصة بمصالحها الذاتية خلقت وضخمت الاضطرابات الاقتصادية، وكان ذلك إلى حد كبير من خلال استخدام الرافعة والتراكم المفرط للمخاطر. والدور السليم للقطاع المالى هو دعم الابتكار، والمؤسسات فى أى مكان آخر فى الاقتصاد. ولكن فى خلال السنوات العشرين الماضية، أو ما يناهزها، نما هذا القطاع فى شكل الوحش فرانكشتين يقطع الأشياء ويبعثرها فى كل مكان مسببًا الفوضى.

ويجب فى النظام اللائحى والتنظيمى الجديد أن يعكس شبكة الأمان الحكومية التى توجد الآن لأشباه سيتى جروب وجولدمان ساكس، وحتى *GE Capital*، التى تم السماح لها بإصدار الدَّين الحكومى المضمون. والمنشآت التى يمكنها الاعتماد

علـــى العـــم ســـام لإنقـــاذها يكون لديها حافز كبير للقيام بمقامرات خطيرة. وإذا ما أفلحت هذه المقامرات، فإن موظفى هذه المنشآت وحملة الأسهم يحصدون المكافآت. أما إذا كانت النتيجة سيئة، فإن دافعى الضرائب يتحملون جزءًا من الخسائر. وللقضاء على هذه الحوافز السلبية، فإن واضعى التنظيم ينبغى أن يفرضوا حدًا أقصى لمعدلات الرافعة على البنوك وعلى غيرها من المنشآت المالية، وينبغى عليهم أن يجبروا هذه المنشآت أيضًا على الاحتفاظ بأعلى مما يكفى من مستويات السيولة ورأس المال الاحتياطى. وفضلاً عن هذا فإن البنوك يجب أن تمنع من إخفاء الالتزامات والمخاطر فى أدوات الاستثمار المهيكلة ***SIVs*** وغيرها من الشركات الصغيرة التابعة. ومن هامش أزمة النظام المصرفى فى سبعينيات القرن الماضى وأزمة انهيار نظم الظلّ المصرفية فى عام ٢٠٠٧، يبين لنا التاريخ الحديث أن الغموض هو الوصفة المؤكدة للمتاعب، ولا شك أن المؤسسات المالية الكبيرة ستصرخ نتيجة فرض هذه القيود، التى ستخفض من ربحيتها. ولكن لندعهم؛ فإن اختيارهم لملاذ آمن فى ظل شبكة الأمان الحكومية، قد ألغى حقهم فى السلوك مثل صناديق التحوط.

وبالنسبة لموضوع صناديق التحوط وغيرها من المؤسسات غير المصرفية، فإننا نعلم الآن أن الأسماء المثبتة على أبواب المؤسسات المالية غالبًا ما تكون مضللة، فشركة ***AIG***، مثلاً، شركة تأمين، وفانى ماى شركة رهون، وشركة ***GE-Capital*** هى شركة تمويل صناعى. ومع ذلك، فإن هذه المنشآت فى الواقع كلها شركات وساطة مالية كبرى، أى أنها بنوك. وانهيار إحداها يؤدى إلى إحداث فوضى فى جميع أنحاء النظام المالى. وإدراكًا لهذه الحقيقة، فإن أى منشأة أعمال تتعامل فى الأموال وأصبحت ضخمة وذات اتصالات عديدة متشابكة بما يكفى لكى يحدث انهيارها تأثيرًا ذا خطر كبير على كثير من المنشآت المالية الأخرى يجب أن تخضع لنفس متطلبات رأس المال والسيولة والتقارير مثل البنوك الكبيرة.

وكلما ازدادت درجة المخاطر النظامية التى تفرضها المؤسسة، كلما كان لابد من زيادة درجة الضبط والرقابة. وفى ظل النظام "المفتت" للوائح التنظيمية التى كانت موجودة قبل عام ٢٠٠٩، كان كثير من المنشآت التى خلقت مخاطر منتظمة مسموحًا لها بالعمل كما ترغب وتشتهى. وقد قال برنانكى رئيس مجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى للكونجرس فى مارس ٢٠٠٨: "إن شركة *AIG* قد استغلت ثغرة ضخمة فى النظام اللائحى"[١]. "إذ لم يكن هناك إشراف على قسم المنتجات المالية. وكان هذا فى الأساس صندوق تحوط، مرتبطًا بشركة تأمين كبيرة، قامت بعمل أعداد ضخمة من المضاربات غير المسئولة، وتحملت خسائر ضخمة"[٢] وكان يمكن أن يضيف برنانكى، وانتهت أيضًا إلى تحميل دافع الضرائب ١٨٠ مليار دولار، نقدًا وفى شكل خطوط ائتمانية.

وينبغى أن تنطبق المبادئ نفسها التى تحكم المؤسسات المالية على المشتقات وعلى غيرها من المنتجات المالية المعقدة، وإذا ما كانت تفرض تهديدًا محتملاً على استقرار النظام فإنها ينبغى أن تخضع للتنظيم. ومن الأمور الصَّادمة أن صناعة مبادلات التعثر الائتمانى التى تتعامل فى ٦٠ تريليون دولار كان يمكن أن تنمو بدون إشراف. وحجة جرينسبان التى تقول بأن المصلحة الذاتية ستدفع الأطراف المقابلة فى وول ستريت إلى أن ينظم بعضها الآخر، قد تجاهلت مشكلة المعلومات الخفية. فإن بعض المؤسسات مثل مورجان ستانلى وبنك أوف أمريكا قد تعرضت ليس لمجرد أطرافها المقابلة، ولكن أيضًا للمشاكل المحتملة عند الأطراف المقابلة لأطرافها المقابلة... وهكذا. وعندما تثور مشكلة فى مكان ما فى الشبكة المالية، لا يوجد مخلوق يمكن أن يقول أو يعرف أين توجد الخسائر، أو أين قد تنتهى فى نهاية الأمر. واكتناز النقود أمر حميد فى الحالات الخاصة، ولكن الائتمان ستجف منابعه.

---

(1) Ben Bernanke, testimony before the Committee on Budget, US Senate, Washington DC, March 3, 2009

(٢) نفس المرجع السابق

وعلى الرغم من بيان النوايا الراديكالي لجيثنر **Geithner**، فإن إدارة أوباما اقترحت إصلاحًا تنظيميًا عامًا لا يتناول مشكلة اللا منطقية الرشيدة بالكامل، ولكنه يعمل بطريقة غير بارعة لإصلاح النظام القائم بدلاً من إصلاحه بشكل أساسى. وبموجب الإصلاحات المقترحة، تقوم الإدارة بإلزام البنوك بالاحتفاظ فى دفاترها ببيع سندات الرهون التى توزعها، ولكن فقط بنسبة ٥%. وعلى النقيض مما حدث فى الثلاثينيات من القرن العشرين، لم يجر أى تفكير فى شطر النواحى المفيدة من النظام المالى – ودائع العملاء، مقاصة الشيكات، وغير ذلك من نظم الدفع – ونواحى الكازينو، مثل عمليات البنوك الاستثمارية، والتجارة فى حقوق الملكية. ولن تكون هناك عودة إلى قانون جلاس سيتجال **Glass-Steagall Act**، الذى يعنى أن الأسواق المالية الكبرى تكون من الضخامة بما يمنع انهيارها. مثل بنك أوف أمريكا، وجى بى مورجان تشيز، وأنها ستستمر فى السيطرة على النظام المالى.

وقالت الإدارة إن المتطلبات الإلزامية الجديدة لرأس المال سيمتد تطبيقها على أى منشأة مالية جديدة، "يُشكِّل مجموع حجمها، والرافعة، واتصالاتها تهديدًا على الاستقرار المالى إذا ما انهار". ولكن لم يتم تعريف أى من تلك المصطلحات، كما أنه ليس من الواضح مدى تطبيق القواعد الجديدة على صناديق التحوط الضخمة، ومنشآت الملكية الخاصة، والأذرع المالية للشركات الصناعية. وإذا ما كان هناك مجال للاهتزاز، وتحمل المخاطر المفرطة، وغير ذلك من نواحى السلوك الضار التى ستنتقل ببساطة إلى القطاع غير المنظم، وفرض القيود على أكبر صناديق التحوط، ومنشآت الملكية الخاصة يمكن أن يؤدى إلى تقلص خطير فى هذه الصناعات، وهو ما يمكن، ألا يمثل خسارة كبيرة؛ فإن جزءًا كبيرًا من هذا النشاط لا يُغِلّ مكاسب اقتصادية للمجتمع بصفة عامة.

وغرفة المقاصة المركزية المقترحة لعمليات تـداول المشتقات فكـرة جيدة لا تذهب إلى مدى بعيد بدرجة كافية. ومن خلال فرض حدود للرافعة على المتعاملين، واشتراط ضمان كاف للمراكز غير المغطاة يمكن لغرفة المقاصة أن

تلغى قدرًا كبيرًا من المخاطر الائتمانية للطرف المقابل. ولسوء الحظ فإن اقتراح الإدارة ينطبق على المشتقات "النمطية *Standardized*" فقط. ومع ذلك سيظل السماح ممكنًا لمنشآت مثل جولدمان ساكس ومورجان ستانلى بتداول مشتقات "معدلة حسب الطلب *customized*" بدون إفصاح عام أو مقاصة مركزية. ومع أخذ المقدرة الابتكارية لمهندسى وول ستريت فى الاعتبار فإن هذا لن يتطلب منهم وقتًا طويلاً لاستغلال هذه الثغرة.

وفى إحدى الثغرات الأخرى لوول ستريت، فإن إعادة وكالة الحماية المالية للمستهلك ***Consumer Financial Protection Agency*** لن يمتد أثرها إلى السندات المعقدة التى تتداولها المنشآت المالية فيما بين أنفسها. ومن الواضح، أن البيت الأبيض قد ابتلع طعم وول ستريت الذى يقول إن عملية تحويل المشتقات وغيرها من المنتجات المالية ستؤدى إلى تعقيم الابتكار، وهذه هى بالضبط النقطة. "إن الهدف ليس هو الحصول على أكثر النظم المالية تقدمًا، ولكن الوصول إلى نظام مالى متقدم بدرجة معقولة ولكنه يتسم بالقوة"[١]. هكذا كتب فيرال فى. أتشاريا ***Viral V. Acharya*** وماثيو ريتشاردسون ***Matthew Richardson*** وهما اقتصاديان من كلية ستيرن للإدارة بجامعة نيويورك، فى إحدى الأوراق البحثية الحديثة. "وهــذا لا يختلف عما نبحث عنه فى نواحٍ أخرى من النشــاط البشــرى. ونحن لا نستخدم أكثر الطائرات تقدمًا لنقل الأشخاص حول العالم، ولكننا نستخدم طائرات متقدمة معقولة، أثبتت تصميماتها أنه يمكن الاعتماد عليها.

---

(1) Viral V. Acharya and Matthew Richardson, "Repairing a Failed System: An Introduction," White Paper, form the series "Restoring Financial Stability: Policy Recommendations from NYU Stern," 2008.

يمكـــن الحـــصول علـــى الورقـــة البحثيـــة مـــن خـــلال الـــرابط:
http://whitepapers.stern.nyu.edu/summaries/intro.html

كانت المدفوعات إلى التنفيذيين من الموضوعات الأخرى التى ما زالت باقية حتى يتم تناولها بطريقة معقولة. وقد أقر حتى بعض من يشغلون القمم المصرفية بأن المرتبات وحزمة التعويضات التى تدفع إلى المصرفيين فى وول ستريت تفضى إلى سلوك يتسم بقصر النظر والإفراط فى الإقدام على تحمل المخاطر. وقد اقترح لويد بلانكفين **Lloyd Blankfein**، الرئيس التنفيذى لجولدمان ساكس، أن يتقاضى القائمون بالتداول وكبار التنفيذيين معظم علاواتهم ومكافآتهم فى شكل مدفوعات آجلة. وقد قامت منشآت مثل مورجان ستانلى واتحاد البنوك السويسرية **UBS** فعلاً بتقديم خطط تسمح للمنشآت بسحب جزء من، أو، كل المبلغ المدفوع فى شكل علاوات للقائمين بالتداول إذا ما حققت الاستثمارات التى قاموا بها خسائر.

وتبدو هذه إشارات مشجعة. وبدون التدخل الصريح للحكومة، على أى حال، لن تصمد الجهود الخاصة بإصلاح التعويضات فى وول ستريت حتى الارتفاع التالى فى السوق. إن المشكلة هى أن صديقنا القديم كامن فى معضلة السجين **Prioner's dilemma**. مع أن مصلحة وول ستريت بأسره تتمثل فى ضبط "عمليات الأجل القصير **Shost-termism** والدخول فى مخاطر غير مسئولة **irresponsible risk taking**". وكل منشأة على حدة لديها حافز أن تدفع لنجوم التداول **Star Traders** ما يطلبونه عندما تكون لديها حاجة لهم. وبمجرد أن ترتفع معدلات الأعمال، نجد أن بعض البنوك المناضلة تخرج وتقوم بتعيين بعض القائمين بالتداول من الساخطين فى المنشآت التى فرضت حدودًا للمرتبات. وهكذا ستنهار إصلاحات التعويضات. وفى هذه الحالة مثل حالات كثيرة أخرى، تكون الطريقة الوحيدة هى فرض الالتزام، والجهة الوحيـــدة التى يمكنها أن تفعل ذلك هى الحكومة.

وهذا لا يعنى أن يقوم المختصون بالتنظيم الحكومى بوضع مرتبات ومكافآت القائمين بالتداول والتنفيذيين كل على حدة، ولكنه يعنى أن يقوم الاحتياطى الفيدرالى باعتباره الوكالة الرئيسية المسئولة عن الاستقرار المالى، بإصدار مجموعة تعليمات بشأن المكافآت والمرتبات فى وول ستريت، يجب على كل المنشآت أن تتبعها. وقد تكون المنشآت مضطرة إلى الاحتفاظ ببعض أو كل علاوات القائمين بالتداول فى حسابات مشروطة ***Escrow accounts*** لمدة طـويلة، أو أن تقوم بدفع علاوات إلى كبار التنفيذيين فى شكل أسهم مقيدة لا تصبـح ملكًا إلا بعد خمس أو عشر سنوات. (كان هذا أحد اقتراحات بلانكفاين ***Blankfein***). ومرة أخرى فإن الهدف يجب أن يكون هو منع ظهور سلوك لا منطقى رشيد. وما لم تفرض بعض القيود على أفعال الأشخاص، فإنهم لا محالة سيعودون إليها.

إن الأزمة الكبرى ***The Great Crnch*** لم تكن مجرد اتهام لوول ستريت ولكنها كانت فشلاً للسياسة النقدية والتحليل الاقتصادى. فمنذ أواخر سنوات التسعينيات وما تلاها، رفض الاحتياطى الفيدرالى بعناد شديد أن يعترف بالمخاطر التى تمثلها فقاعات المضاربة، متبعًا موقفًا يتمثل فى عدم التدخل وأن الأمر لم يصل إلى حد الإنكار المعلن. وكان رفض الاحتياطى الفيدرالى إحداث وخز فى سوق الأسهم والفقاعات الائتمانية جزءًا من الجبن السياسى؛ إذ أنه لم يكن يريد أن تجرى مهاجمة لإحداثه حالة هبوط. ولكن نهج جرينسبان كان يعكس أيضًا اعتقادًا راسخًا بأن الاقتصاد الأمريكى هو آلية تصحيح ذاتى، عجيبة – وهذا هو وهم الاستقرار – وأن السوق سرعان ما سيعود إلى الوضع السليم من أى أزمة تحدث نتيجة المضاربة.

وقد مضى وقت طويل الآن حينما كان لابد من استنكار مذهب جرينسبان – وفى عالم مثالى، كان لابد لبن برنانكى ***Ben Bernanke*** أن يقدم خطابًا يعترف فيه بنواحى فشل الاحتياطى الفيدرالى وأخطائه التى كان مشاركًا فيها، ويتعهد بإعادة الاحتياطى الفيدرالى إلى دوره التقليدى، الذى حدده أحد رؤساء الاحتياطى الفيدرالى السابقين وليام ماكتشيزنى ***William McChesney***، الذى اشتهر بتعريفه

بأنه يزيل "وعاء الشراب" بمجرد أن يبدأ الحفل فى الانصراف. وهذا أمر صعب الحدوث، وقد ينبغى إدخال تغيير لفرضه على صناع السياسة فى الاحتياطى الفيدرالى. وفى هذه اللحظة، هناك ما يسمى بالسلطة المزدوجة ***Dual mandate*** لضمان "الحد الأقصى المستدام من العمالة واستقرار الأسعار". وقد اقترح ستيفن روش ***Sthepen Roach*** من مورجان ستانلى أن يقوم الكونجرس بتغيير سلطة الاحتياطى الفيدرالى لضمان المحافظة على الاستقرار المالى. وسيؤدى إضافة سلطة ثالثة إلى التداخل مع الدور التنظيمى الجديد للاحتياطى الفيدرالى باعتباره المشرف الأول على المخاطر النظامية، كما سيضطر محافظى البنوك المركزية والعاملين بها للتفكير جديًا بشأن النظام المالى ودوره فى الاقتصاد الأعرض.

ومما يدعو للرثاء أن الاقتصاديين خارج الاحتياطى الفيدرالى لا يمكن إجبارهم قانونًا على الإقرار بأخطائهم وإعادة النظر فى آرائهم، ومما يشرّفهم أن بعضًا منهم قد بدؤوا اختياريًا فى عملية الحقيقة والتوفيق ***the Truth – and – reconciliation process***. فى أحد الخطابات الإلكترونية بعنوان "انعدام الفائدة وسوء حظ لأحدث الاقتصاديات النقدية الأكاديمية ***The Unfortunate Uselessness of Most State of the Art Academic Monetary Economics***" كتب ويليم بويتر ***Willem Buiter***، أحد أساتذة كلية لندن للاقتصاد الذى عمل فى بنك إنجلترا فى لجنة السياسة النقدية، يقول "إن الاقتصاد الكلى المعتاد للدراسات العليا والتدريب على الاقتصاد النقدى الذى تم تلقيه فى الجامعات الأنجلو أمريكية فى أثناء الثلاثين عامًا الماضية أو نحو ذلك، ربما قد تسبب فى التأخر لعدة عقود لاستقصاءات مهمة عن السلوك الاقتصادى الكلى، والفهم المتصل بالسياسة الاقتصادية. وكان هذا إضاعة مكلفة للوقت والموارد الاجتماعية والخاصة"(١).

---

(1) Willem Buiter, "The Unfortunate Uselessness of Most 'State of the Art' Academic Monetary Economics," Financial Times, March 3, 2009

يمكن الحصول عليها من خلال الرابط: www.ft.com/maverecon

وكما أشار بويتر *Buiter*، فإن الموضوع كان موضوعًا منهجيًا. وتحت تأثير روبرت لوكاس *Robert Lucas* وغيره من المنظرين الذين يميلون للرياضيات، فإن البحث "كان يتجه إلى أن يكون الدافع إليه هو المنطق الداخلى، ورأس المال الفكرى الغارق، والألغاز الجمالية لبرامج البحوث الراسخة بدلاً من الرغبة القوية لفهم كيفية عمل الاقتصاد – هذا إذا ما تغاضينا عن الرغبة فى فهم الكيفية التى يعمل بها الاقتصاد فى خلال أوقات التوتر وعدم الاستقرار المالى. وهكذا فإن مهنة الاقتصاد لم تكن على استعداد عندما وقعت الكارثة". وعند خلق حالة عدم الاستعداد هذه لا يمكن إهمال منهجية دور السوق الحر. وحتى فى هذه الأيام، فإن كثيرًا من جموع الاقتصاديين يرون أن دورهم الرئيسى هو الدفاع عن نظام السوق ضد التعديات والانتهاكات. وبشكل خاص، فإنهم غالبًا يرحبون بالاعتراف بأن صناعة معينة يصيبها التدهور من خلال فشل السوق والحاجة إلى الإصلاح. ومع ذلك، فإن هذه الأخطاء الفردية لا تعتبر إضافة إلى الانتقادات العامة.

وفى قاع عقولهم، أو مقدمتها لا يجد كثيرون من الاقتصاديين المركزيين، الذين لا توجد بينهم علاقة مع مدرسة شيكاغو، ستظل لديهم رؤية بأن اليد الخفية تقوم باستيفاء الاحتياجات، وتسوية التكاليف مع الفوائد، وبخلاف ذلك يمارسون سحرهم، وإذا ما أخذنا جريج مانكيو *Gregg Mankwi* من جامعة هارفارد، وهو مؤلف كتابين مدرسيين شعبيين ومؤسس نادى بيجو، (*The Pigou Club*)، الذى يؤيد فرض ضرائب كربون أعلى. وفى شهر مايو ٢٠٠٩، فى أحد أعمدة جريدة نيويورك تايمز، أقر مانكيو *Mankiw* بأن معلمى الفصول الدراسية الأولى فى علم الاقتصاد يجب أن يذكروا بعض الموضوعات التى تمت إحالتها إلى فصول دراسية أعلى، وعلى غرار دور المؤسسات المالية، وأخطار الرافعة، ومخاطر التنبؤ الاقتصادى. ومع كل ذلك، ذكر مانكيو "أنه على الرغم من ضخامة حجم الأحداث الأخيرة، فإن مبادئ الاقتصاد لم تتغير إلى حد كبير. والطلبة ما يزالون يحتاجون

إلى معرفة المكاسب من التجار، والعرض والطلب، وكفاءة خصائص نتائج السوق، وما إلى ذلك. وهذه الموضوعات ستبقى خبز المواد الدراسية الأولية وزبدها"[1].

وأرجو ملاحظة جملة "كفاءة خصائص نتائج السوق"!! ما الذى يمكن أن نفترض أنها تشير إليه؟ أن البنّائين يبنون المساكن حيث لا يكون هناك طلب عليها؟ ومقرضى الرهون كانوا يخادعون بالقروض متدنية التصنيف على صغار السيدات وكبيرات السن وذوات التعليم المحدود؟ وكانت بنوك وول ستريت تستخدم رافعة رءوس أموالها بنسبة ٣٠ أو ٤٠ للواحد الصحيح؟ أن الاقتصاد العالمى يدخل فى أخطر مراحله انحدارًا منذ الثلاثينيات فى القرن الماضى؟ بالطبع لا. وما كان يشير إليه مانكيو هو كتب الاقتصاد المدرسية التى كان هو وآخرون يقومون بتدريسها لعدة عقود: وهى اقتصاد آدم سميث، وليون فالراس، وميلتون فريدمان. وفى عالم الاقتصاد اليوطوبى، فإن الأزمة الأخيرة للرأسمالية دائمًا ما تكون مجرد إشارة.

وبينما تذبل ذكريات سبتمبر ٢٠٠٨، فإن الحركة التعديلية وقصر النظر المدمر سيزدادان انتشارًا. وسيقول كثيرون إن الأزمة الكبرى ***The Great Crunch*** لم تكن على قدر كبير من السوء، ورغم كل شىء فإن الغض من دور الحكومة الضخم وتدخلها كان هو الذى منع قدرًا كبيرًا جدًا من السوء، والنتائج الضارة. إن الحوافز للمغامرة والمخاطرة ستعود إلى الحياة، كما ستعود قوة الضغط للبنوك وغيرها من المنشآت المالية. وإذا كانت هذه المصالح الخاصة ستنجح فى صد إصلاح له مغزاه، فإننا كان يمكن أن ننتهى إلى أسوأ النتائج فى جميع أنحاء العالم؛ أى إلى نظام مالى يسيطر بيد من حديد ويكون أكبر حجمًا من أن يسقط، ولكن ذلك

---

(1) N. Gregory Mankiw, "The Freshman Course Won't Be Quite the Same," New York Times, May 23, 2009

قد يقتضى قدرًا كبيرا من المخاطر كما يحبون، وضمانا فـــى المعــرفة بحيث إذا ما سارت الأمور فى المسار الخاطئ سيكون هناك دافع الضرائب لإنقاذهم. وهذا الترتيب قد يرقى إلى الرأسمالية القائمة على الانحياز للصداقات والعلاقات أو ما يسمى "الرأسمالية الانتهازية *Crony Capitalism*" بكل وضوح، وقد يجعل من القدوة الديمقراطية موضعا للسخرية التى يزعم الحزبان الرئيسيان أنهما يمثلانها. وقبل أن تذوى الإرادة فى الإصلاح، فإن من الأمور الأساسية وضع وول ستريت فى مكانه ومواجهة الاقتصاد اليوطوبى بعلم الاقتصاد القائم على الواقع. وآمل أن يتمكن هذا الكتاب من لعب دور صغير فى هذا الجهد.

تذييل: الانفصال العظيم

فى خلال الشهور الثلاثة الأولى من عام ٢٠١٠، لاحظ الوسطاء العقاريون فى الهامبتونز *The Hamptons* – المنتجع الصيفى الراقى على الحافة الشرقية من لونج أيلاند – تطورًا مشجعًا؛ وهو أن العقارات التى كانت معروضة فى السوق منذ عدة شهور أو سنوات، بدأت تباع وخاصة المنازل والضياع الأكثر غلوًا. وقد تم بيع ثمانية وعشرين من هذه العقارات بمبلغ ٥ مليون دولار على الأقل لكل منها. بالمقارنة بمبلغ ٧ مليون فى نفس ربع السنة فى عام ٢٠٠٩. "إن هامبتون تعج بالنشاط كما عرفناها" هذا ما قاله ألان شنورمان *Alan Schnurman* وهو أحد المستثمرين العقاريين المحليين لمندوب وكالة الأسوشيتدبرس. ما الذى حرّك هذا الانفجار فى النشاط؟ إن شهرى يناير وفبراير هما موسم العلاوات فى وول ستريت. والذى كان قد تمتع للتو بأفضل السنوات ربحية فى تاريخه. وكانت صناعة السندات التى يقع مقرها فى نيويورك، بعد أن حققت خسائر بمبلغ ٤٢,٨ مليار دولار فى ٢٠٠٨، ولّدت ٥٥ مليار دولار أرباحا فى عام ٢٠٠٩، محطمة بذلك الرقم القياسى السابق، كما قدمت مبلغ ٢٠,٣ مليار دولار فى شكل علاوات ومكافآت. ومع تراجع الشتاء أمام نسمات الربيع استمر التدفق فى وول ستريت يفيض أموالاً. وفيما بين يناير ومارس ٢٠١٠ حقق قسم العمليات الاستثمارية المصرفية فى مجموعة سيتى جروب ما يزيد على ٢,٥ مليار دولار من الأرباح. واستمتع القائمون بالتداول فى جولدمان ساكس بأفضل ربع سنة على الإطلاق، بعد أن حققوا مبلغًا مدهشًا ٧,٤ مليار دولار من صافى الدخل.

وبعد مرور مجرد عام ونصف بعد انهيار ليمان براذرز، كان وول ستريت يقوم مرة أخرى بعمل الطبيب لنفسه – وجيدًا بطريقة فاحشة كما كان يبدو لكثيرين من الذين لم يكونوا يشهدون المنازل المفتوحة فى ساوث هامبتون وشرق هامبتون. "بالنسبة لمعظم الأمريكيين كانت هذه العلاوات والمكافآت تمثل حبة مريرة وكان من الصعب فهمها" كما لاحظ ذلك توماس بى. دى نابولى ***Thomas P. Di Napoli***، المراقب المالى لولاية نيويورك، والذى يقوم مكتبه بمتابعة أرباح وول ستريت. ويواصل حديثه قائلاً "إن دافعى الضرائب هم الذين قاموا بإنقاذهم. وها هم يعودون الآن ليجمعوا الأموال بينما يناضل كثير من عائلات ولاية نيويورك لكى تغطى دخولهم احتياجاتهم". وفى نواحٍ أخرى من البلاد، لم يبد الأمريكيون مجرد الاستياء ولكن كانوا مستعدين عمليًا لإعدام كل أولئك الذين يتلقون العلاوات والمكافآت فى وول ستريت، فضلاً عن السياسيين الذين قاموا بإنقاذهم. "هانك، إن الأمريكيين لا يحبون عمليات الإنقاذ" هكذا قالت ساره بالين ***Sarah Palin***، زميلة جون ماكين ***John McCain*** فى انتخابات الرئاسة، وهى تحذر وزير الخزانة هنرى بولسون ***Henry Paulson*** فى أكتوبر ٢٠٠٨. وبحلول صيف عام ٢٠١٠ قالت وهى تتزعم ثورة من الشعبيين، بعد أن ظهرت المحافظة السابقة لولاية ألاسكا باعتبارها أول المتقدمين للترشيح لمنصب رئيس الولايات المتحدة عن الحزب الجمهورى الأمريكى لانتخابات عام ٢٠١٢.

ومع ذلك، ووفقًا للحكم حسب المعايير الاقتصادية وحدها، فإن برنامج إنقاذ بوش – أوباما كان ناجحًا إلى حد معقول. وابتداء من يوليو ٢٠٠٩ توسع الناتج المحلى الإجمالى ***GDP*** للولايات المتحدة على مدى الأرباع الأربعة المتتالية مؤكدًا تنبؤات التعافى التى توقعها تيموثى جينز وبن برنانكى. وكان معدل النمو متواضعًا ولم يكن مبهرًا – نحو ٣% على أساس سنوى – ولكنه كذّب التكهنات المنذرة للمتشائمين. لقد انتهى الكساد العظيم، كما يعرف الآن، بأسرع مما كان متوقعًا.

وفى شهر مايو ٢٠١٠، قالت منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية، وهى منظمة بحثية مقرها باريس، إن الاقتصاد العالمى سينمو بمعدل ٤,٦% فى عام ٢٠١٠ وبمعدل ٤,٥٤% فى عام ٢٠١١. وعلى الرغم من انتشار المخاوف بحدوث ركود مزدوج ***double dip recession***، فقد كان يبدو أن التعافى العالمى مستمر.

وبعيدًا عما حدث من سماح بانهيار بنك ليمان، فإن صناع السياسات تجنبوا أخطاء ثلاثينيات القرن الماضى. ومن خلال ضخ أموال دافعى الضرائب فى المؤسسات المالية التى كانت تناضل من أجل بقائها ولضمان ديونها، تم التمكن من إيقاف الدائرة الخبيثة لانهيار أسعار الأصول، والبيع المذعور، والانهيارات الأخرى للأسعار. وبتخفيض معدلات أسعار الفائدة للأجل القصير إلى الصفر عمليًا، تم التمكن من إيقاف الاتجاه اللولبى الهابط فى سوق العقارات (مع انخفاض تكلفة قروض الرهون إلى معدلات منخفضة تاريخيًا، ودخل الباحثون عن الصفقات إلى السوق، ليضعوا حدًا أدنى تحت الأسعار). ومع تقديم تخفيضات ضريبية وبرامج إنفاق عام إضافى، قامت الحكومات بمواجهة الدائرة الخبيثة الاقتصادية الواسعة من ناحية تخفيض الطلب على السلع والخدمات الذى أدى إلى إسراع المنشآت بتخفيض القوى العاملة، وأدى ذلك إلى ارتفاع البطالة وإلى هبوط الطلب بدرجة أكبر.

وقد أظهرت السلطات فى واشنطن وفى غيرها أن كينز ***Keynes*** كان على حق؛ فإن الاقتصادات التى كانت تعانى من ركود نتيجة المضاربة، يجب أن تُترك لعملية الشفاء الطبيعى، أو بتعبير أدق، لشفاء السوق، والذى وصفه أندرو ميللون ***Andrew Mellon*** وهربرت هوفر ***Herbert Hoover***، وزير الخزانة، بسرعة "التصفية، التصفية، التصفية". ولكن بينما كان الاستخدام القوى لسياسة المالية العامة والسياسة النقدية يمكن أن يوصفا بالكينزية، فإن عناصر أخرى من برنامج

الإنقاذ كان لا يمكن تلاؤمها مع أى صيغة أو نموذج. فقد كانت برامج السيولة التى ابتكرها الاحتياطى الفيدرالى تعود إلى مرسوم والتر بيدجهوت ***Walter Badgehot*** بأن البنوك المركزية ينبغى أن تقوم بالإقراض بحرية فى أثناء الأزمات، بينما يكون لجوؤها إلى شراء سندات الخزانة وسندات الرهون - والذى يطلق عليه التيسير الكمى ***quantitative easing*** - مماثلاً لنقطة سيولة نقدية تلقيها هليوكوبتر والتى ساندها ميلتون فريدمان، باعتبارها شفاء من الانكماش. أما عمليات الإنقاذ المصرفية وغيرها من المساعدات الأقل ظهورًا التى تقدم للقطاع المالى بدون أن تصحبها أى عقيدة اقتصادية معينة: فإنها لا تزيد عن أن تكون إجراءات طوارئ تم اتباعها على مضض. بدلاً من الاعتماد على نظرية معينة للأزمة أو على أداة سياسية منفردة، قام صناع السياسات باتباع نهج علمى مرن من خلال محاولتهم لأعداد من الأشياء معًا وتعديل المزيج على طول قيامهم بالعملية. "إنك لا يمكن أن تشير إلى شيء واحد فقط، لأن هناك ثلاثة أو أربعة أشياء" هذا ما قالته لى ناريمان بيهارفيش ***Nariman Beharvesh*** الاقتصادى الرئيسى فى مؤسسة ***IHS Global Insight***، وهى إحدى المؤسسات البارزة فى مجال الاستشارات الاقتصادية، فى أوائل عام ٢٠١٠. "انظر، إن صناع سياسة الولايات المتحدة قد سحبوا كافة الموانع ومع ذلك نجحوا".

لم يكن التعافى واضحًا ومحسوسًا إلا فى وول ستريت، على أى حال. وكان هناك تناقض تام بين الإحساس العام والبيانات المتفائلة لصناع السياسات والاقتصاديين. وفى يوليه ٢٠١٠، كانت ما تزال هناك نسبة تبلغ ٩,٥% من القوى العاملة فى الولايات المتحدة لا تعمل، وهذا لم يكن يتضمن أكثر من ١١ مليون شخص توقفوا عن البحث عن العمل، أو أولئك الذين أرغموا على قبول عمل لبعض الوقت. وإذا أخذ أولئك فى الحسبان فإن معدل البطالة فى شهر مارس ٢٠١٠ كان ١٦,٥% - أى بمعدل شخص بين كل ستة أشخاص. وحتى بالنسبة

لأولئك المحظوظين الذين كانوا فى وظائف، كان القلق مستمرًا. فقد كان كثير من أصحاب المنازل تثقلهم أعباء رهون أكبر من قيمة منازلهم. وفى ميامى، كانت أسعار العقارات قد أصبحت لا تتجاوز ٥٠% من القمة التى بلغتها فى عام ٢٠٠٦، وفى لاس فيجاس كانت أقل بنسبة ٥٥% عما كانت عليه، وعلى المستوى العام للبلاد كان الهبوط بنسبة ٣٠%. وبدلاً من الخروج والإنفاق كان كثير من العائلات والمنشآت يكتنزون النقد ويزيدون فى بناء مدخراتهم. وفى الربع الثانى من عام ٢٠١٠ هبط المعدل السنوى لنمو الناتج المحلى الإجمالى ***GDP*** إلى ١,٦%، مثيرًا بذلك مخاوف أكثر بعودة الركود.

وفى نفس الوقت، عبر الأطلنطى لم تكن الأزمة المالية قد ابتعدت مطلقًا. وفى كتلة الدول الأوروبية الخمس عشرة بلغ الهبوط ٤,٢% فى عام ٢٠٠٩، مقارنًا بانخفاض نسبته ٢,٤% فى الولايات المتحدة. وعاد النمو المتواضع فى أثناء الربع الأول من عام ٢٠١٠، ولكن سرعان ما حدث انفجار آخر فى الأسواق غطى عليه. ومع تعمق الركود فى كثير من الدول بما فيها الولايات المتحدة، كانت هناك حالات عجز ضخم فى الموازنات، كانت قد بدأت تُجفل المستثمرين فى السندات الحكومية. وفى أوائل مايو، أنهى الاتحاد الأوروبى، بالاشتراك مع صندوق النقد الدولى حزمة إقراض بمبلغ ١١٠ مليار يورو أى نحو (١٤٠ مليار دولار) لليونان، حيث كان الإنفاق الحكومى قد تجاوز إيرادات الضرائب بنحو ١٣% من الناتج المحلى الإجمالى. وبدلاً من أن تؤدى حزمة إنقاذ اليونان إلى تهدئة الأسواق، فإنها أدت إلى خلق مخاوف بشأن إمكان ظهور مشاكل مماثلة فى إسبانيا والبرتغال وغيرهما من الدول الأوروبية المثقلة بأعباء الديون. ومع استمرار المضاربين فى المضاربة على هبوط اليورو، سرعان ما خلق الاتحاد الأوروبى صندوق تثبيت اليورو ***Euro stabilization fund*** بمبلغ ٧٥٠ مليار يورو، بحيث يمكن استخدامه فى مساعدة حكومات الدول الأعضاء الآخرين الذين يجدون مصاعب فى تمويل عملياتهم.

وإذا ما كان هذا تعافيًا، فإنه كان تعافيا هشًا ويزيد المرارة. وبينما أدى ردّ فعل السلطات للأزمة إلى منع انهيار اقتصادى شامل، إلا أنه فشل فى الاختبار السياسى لاكتساب الدعم الشعبى – وهو الشيء الذى يعترف به تيموثى جيثنر بكل صراحة. "إن وجهة نظرى الأساسية هى أننا قمنا بأداء مهمة جميلة ناجحة فى إبعاد أزمة مالية قاسية وتجنب كساد عظيم أو نوع من الانكماش العظيم" كان ما أخبرنى به وزير الخزانة فى بداية عام ٢٠١٠ "لقد أنقذنا الاقتصاد، ولكننا قد نكون فقدنا الشعبية فى عمله".

ونظرًا لطبيعة السياسات التى اتبعتها إدارتا بوش وأوباما، فقد كان غضب الجماهير لا يمكن تجنبه. وفى نهاية عام ٢٠٠٩، كانت جميع البنوك الكبرى قد سددت قيمة ما دفع فى إنقاذها طبقًا لبرنامج ***TARP***، ولكنها استمرت فى أن تكون من متلقى كرم الحكومة. ومع استمرار الاحتياطى الفيدرالى فى إبقاء أسعار الفائدة للأجل القصير تكاد أن تكون صفرًا من الناحية العملية، فإن المنشآت مثل سيتى جروب وجولدمان ساكس كان يمكنها اقتراض أموال من أحد أذرع الحكومة (الاحتياطى الفيدرالى) أو من المستثمرين (عن طريق إصدار أوراق تجارية قصيرة الأجل) مقابل لا شيء، وتقوم بإقراضها لذراع حكومى آخر (الخزانة) بسعر فائدة يتراوح بين ٣% و ٤%. وعن طريق لعب "الهامش ***The spread***" كان يمكن لأى قائم بالتداول متوسط الكفاءة فى وول ستريت أن يولّد عوائد ضخمة لمكتبه وعلاوات ضخمة لنفسه بدون أن يعمل فعلاً ما يفترض أن تقوم البنوك بعمله مثل توفير الأموال للمنشآت وتمويل الاستثمارات الرأسمالية. وبينما كانت أرباح البنوك ترتفع ارتفاعًا كبيرًا، كان كثير من منشآت الأعمال والأفراد ما يزالون يجدون صعوبة فى الحصول على القروض.

أما الخاسرون الآخرون فى هذه اللعبة فكانوا أولئك الذين لديهم نقود متروكة فى حسابات الادخار أو الصناديق الاستثمارية المشتركة فى السوق المالية. "وما هو أمامنا الآن ليس سوى موقف يجد فيه كل مدخر نفسه فى هذه البلاد أنه أساسًا يدفع ضريبة ضخمة لإنقاذ النظام المصرفى" هذا ما لاحظة راجورام راجان *Raghuram Rajan*، الاقتصادى بجامعة شيكاغو، الذى أصدر فى عام ٢٠٠٥ إنذارًا تشاؤميًا حاسمًا عن أخطار وقوع انفجار مالى. "إننا جميعًا يجرى ابتزازنا فى حساباتنا بأسواق النقد - حيث نحصل على ٠,٢٥ - بينما تقوم البنوك بعمل هامش *spread* ضخم على كل أصل فى حيازتها تقريبا، لأنها تقوم بتسويلها بتكلفة تقترب من الصفر".

ولم تخرج إدارة أوباما لتعلن هذا، ولكن العمل على تمكين البنوك لتحقيق أرباح كبيرة كان أحد أغراض سياستها. وبدلاً من الإمساك بعمليات الرقابة على المؤسسات المريضة، مثل سيتى *Citi* وبنك أوف أمريكا *Bank of America*، كانت قد استقرت على سياسة تسمح لها بكسب طريقها للعودة إلى صحتها الكاملة، بينما تعمل أيضًا على تشجيعها لتدبير الأموال من مستثمرى القطاع الخاص. كان هذا هو المبرر خلف "اختبارات التوتر" التى ما زالت محلاً للجدل، والتى قام كل من وزارة الخزانة والاحتياطى الفيدرالى بتنفيذها فى ربيع ٢٠٠٩، والتى كان الهدف منها هو إيجاد مقدار رأس المال الجديد الذى كانت تحتاج إليه البنوك لكى تتمكن من البقاء على قيد الحياة فى هذا الركود العميق. وفى مايو ٢٠٠٩، عندما أعلن جيثنر أن أكبر تسعة عشر بنكًا فى الولايات المتحدة تحتاج إلى تدبير ٧٥ مليار دولار، اتهمه كثير من الاقتصاديين بأنه يقلل من قيمة تعرضات البنوك الباقية تجاه الأصول المسممة. وفى الواقع فإن تقديرات الخسارة الرسمية كانت مماثلة لتلك التى أظهرها المحللون المستقلون. ولكن المسئولين الحكوميين القائمين باختبارات التوتر كانوا يفترضون أن النواحى الأخرى من أعمال البنوك، وخاصة عمليات

تداولها، ستسجل أرباحًا ضخمة وبقدر كبير فى عامى ٢٠٠٩ و ٢٠١٠، وهو ما سيساعدها على تحمل الخسائر الكبيرة فى العقارات والإقراض التجارى. وقد اختفى فى تقرير الخزانة الرسمى عن اختبارات التوتر ذلك التنبؤ بأن إيرادات سيتى جروب الصافية فى عامى ٢٠٠٩ و ٢٠١٠ ستتجاوز مخصصات خسائر قروضه بمبلغ ٧٥,٥ مليار دولار. وبالنسبة لبنك ويلز فارجو ***Wells Fargo*** كانت أرباحه ٦٠ مليار دولار.

وعندما تحققت هذه الأرباح الهائلة بشكل جاد وقامت البنوك بتوزيع بعض منها على موظفيها، أثار ذلك غضب الجمهور. واتهم النقاد إدارة أوباما بإهمال الخيارات الأقل عدوانية لتحقيق استقرار النظام المالى. وكانت إحدى الأفكار، التى لقيت قدرًا واسعًا من التدقيق فى أوائل عام ٢٠٠٩، هى تولى مراقبة المنشآت المضطربة وضبطها، ونقل أصولها الملوثة فى "بنوك سيئة" تديرها الدولة، وإعادة تعويمها فى نهاية الأمر فى سوق الأوراق المالية باعتبارها مؤسسات أصغر وأكثر صحة. وقبل ذلك بعشرين عامًا، وفى أثناء أزمة الادخار والقروض، تم اتباع هذا النهج بنجاح. ومن الناحية النظرية كان هذا سيمكّن الحكومة من فصل مديرى البنوك المستهترين، ومحو ملكية مساهمى البنك، وفرض عملية "اقتراض مضمون ***Haircut***" على دائنى البنك، ومن ثم تتم معاقبة المذنبين بدلا من مكافأتهم بعملية إنقاذ. "وبينما تجنبت إدارة أوباما "الطريق المحافظ ***conservatorship route***"، وكان ما عملته أسوأ كثيرًا من التأميم: إنها كانت "الرأسمالية المصطنعة أو البديلة ***Erstaz Capitalism***". أو خصخصة المكاسب والتوزيع الاجتماعى للخسائر" هذا ما كتبه الاقتصادى جوزيف ستيجليتز ***Joseph Stiglitz*** والحائز على جائزة نوبل فى كتابه الصادر عام ٢٠١٠ حرية الانهيار: أمريكا، وحرية الأسواق، وغرق الاقتصاد العالمى ***Free Fall: America, Free markets and the sinking of the world Economy***.

وقد عارض أعضاء الإدارة منتقديهم الذين خفضوا إلى حد كبير من تقديرهم للصعوبة العملية فى اتباع خيار التأميم. ولو كانت الحكومة قد سيطرت على بنك سيتى، كما قال لى أحد كبار موظفى الخزانة، فإنها كانت ستخلق تهافت الدائنين واندفاعهم على بنوك أخرى ثار الشك بشأن وجودها على قائمة استهداف الحكومة. وكانت الطريقة لمنع حدوث ذلك كما قال المسئول هى إنفاق ٣ تريليون دولار والاستحواذ على البنوك الكبرى. وقد يكون هذا الرقم يمثل مبالغة، ولكن الخوف من إشعال شرارة أزمة مالية أخرى كان أمرًا حقيقيًا، وهكذا أيضا كانت دواعى القلق السياسية للبيت الأبيض ووزارة الخزانة. ولم تكن لدى أى من الرئيس أوباما أو جيثنر (وزير الخزانة) أى رغبة فى خيار سياسى سيصفع الراديكالية والحكومة الكبيرة صفعة قوية.

ومن الناحية الاقتصادية، لم تكن أكثر المشاكل خطرًا فى برامج الإنقاذ أنها قد زادت من ثراء رجال البنوك المكروهين ولكن أنها أدت إلى تفاقم بعض مشاكل الحوافز الخطيرة فى قلب النظام المالى. ومن خلال تقديم تريليونات الدولارات فى شكل قروض، وعمليات ضخ رأس المال، وضمانات الديون للمنشآت التى تعانى من الاضطراب، قامت حكومة الولايات المتحدة ونظراؤها عبر البحار بالإسهام والتوسع فى تقديم شبكة أمان عامة ضخمة للبنوك وغيرها من المؤسسات المالية الأخرى. وإذا ما ترك التوسع دون رقابة فمن المؤكد أن هذا التوسع سيؤدى إلى انفجارات أكثر، وما يتبعها من عمليات إنقاذ أكبر.

والمشكلة هى إحدى مشاكل اللا منطقية الرشيدة. وبمجرد أن يعتقد الأشخاص فى القطاع المالى أن الحكومة ستغطى خسائرهم، سيكون لديهم حافز لمضاعفة تحملهم للمخاطر. ومجرد الإعلان أنه لن تكون هناك عمليات إنقاذ أخرى لن يحل المشكلة – وهى نقطة لاحظها اثنان من الاقتصاديين ببنك إنجلترا فى

إحدى الأوراق البحثية المهمة التى صدرت فى نوفمبر ٢٠٠٩. "قبل حدوث الشىء تجدهم – أى صناع السياسات – يقولون: لن يحدث هذا إطلاقًا مرة أخرى" كان هـذا مـا كتبـه أنـدرو هـالديـن ***Andrew Haldane*** وبيرجورجيو أليساندرى ***Piergiorgio Allesandri***، ولكن بعد حدوث الشىء فإن التكلفة الواقعية اللازمة تعنى أن مثل هذا القول تنقصه المصداقية. ومع معرفة هذا، تكون الاستجابة الرشيدة من جانب المشاركين فى السوق هى مضاعفة رهاناتهم، وهو ما يضيف إلى تكاليف الأزمات المقبلة. وكلما ازدادت هذه التكاليف، كلما انخفضت مصداقية إعلانات، ولن يحدث هذا إطلاقًا مرة أخرى "وهذه هى عقدة الهلاك".

إن قانون دود فرانك لإصلاح وول ستريت وحماية المستهلك، الذى وقّعه الرئيس أوباما فى يوليه ٢٠١٠، مع احتوائه على كثير من الإجراءات الفردية المهمة، لم يمسك فعلاً بتلابيب المشكلة. وأنا أؤيد الحكم الذى ورد فى الفصل السابق بأنه، "إذا أُخذ كل شىء من الحسبان، فإن جهود الإصلاح لا ترقى إلا إلى مجرد إصلاح غير بارع للنظام القائم بدلاً من أن تكون فعلاً عملية إصلاح أساسى له". "وأى مقارنة مع ما حدث فى رد الفعل التنظيمى للاتحاد الروسى ***FDR*** على الكساد العظيم ليست سوى خداع". ومع نهاية فترة رئاسة روزفلت الأولى، كان النظام المالى قد تحول تماما. وتمت قسمة هاوس أوف مورجان ***House of Morgan*** وغيره من البنوك الكبرى إلى أقسام الأعمال الاستثمارية المصرفية، وأقسام الأعمال المصرفية التجارية، ومن خلال لجنة بورصة الأوراق المالية المنشأة حديثًا كانت الحكومة تمارس إشرافًا دقيقًا على وول ستريت، ومن خلال شركة إعادة البناء المالى ***Reconstruction Finance Corporation***، التى استحوذت واحتفظت بحصصها فى كثير من المنشآت المالية الكبرى، كانت تضغط على المصرفيين المترددين ليقدموا الائتمان. ومن خلال وزارة العدل كانت تحاكم عددًا من الممولين البارزين. وفى نهاية عام ٢٠١٠ كان عدد منشآت وول ستريت

المستقلة أقل مما كان عليه منذ بضع سنوات. وكانت المنشآت الباقية لا تتمتع سوى بحرية أقل للمناورة عما كانت معتادة عليه. وبصفة عامة، مع ذلك، فإن النظام المالى كان يبدو إلى حد كبير هو ذاته كما كان فى عام ٢٠٠٧.

وكان الأمر هو ذاته، عبر البحار، ورغم كل هجومهم على المعتقدات الأمريكية بحرية السوق، فإن الحكومات الأوروبية والآسيوية لم تظهر سوى ميل ضعيف تجاه تنظيف نظامها المالى. وقامت البلاد الأوروبية على وجه الخصوص، تلك التى لديها كثير من البنوك الدولية الكبيرة، بممارسات شديدة للضغوط ضد أى محاولة لتقسيمها. وبالنسبة للموضوع الذى كان يثير عذابهم وهو ما كان متعلقا بمتطلبات رأس المال، حدث شيء مماثل؛ فقد أنفق المفاوضون من عشرات الدول تحت رعاية بنك التسويات الدولية ***Bank for International Settlements*** فى بازل – سويسرا، شهورًا كثيرة فى بحث مجموعة جديدة من التنظيمات المصرفية. وعندما بدأت المحادثات، كان هناك حديث حول إجبار البنوك على تكوين احتياطيات إضافية من رأس المال فى خلال فترات الرخاء وفرض ضريبة إضافية على أكبر البنوك. ولكن فى سبتمبر ٢٠١٠، عندما أعلنت المعايير الرأسمالية الجديدة، كانت متواضعة بحيث تمكن كثير من البنوك الكبرى من إعادة ملء الخزائن بما يفى بالمعايير.

وهنا فى الولايات المتحدة، وبعد كل حالات الاندماج الذى نظمتهما الحكومة فى أثناء الأزمة، لست من المنشآت الضخمة – بنك أوف أمريكا، وسيتى جروب، وجولدمان ساكس، وجى بى مورجان تشيز، ومورجان ستانلى، وويلز فارجو – التى أصبحت تهيمن على الصناعة المالية، وجامعة لقوى سوقية هائلة فضلاً عن النفوذ السياسى. (وهى معًا، تمثل أصولها نحو ٦٠% من الناتج الإجمالى المحلى). وما زال الإصلاح لم يتناول وكالات التصنيف الائتمانى. كما لم يتناول

قصر النظر الخاص بمكافآت وتعويضات كبار التنفيذيين والقائمين بالتداول والتى ساعدت على ظهور الأزمة. والفكرة المبتكرة الوحيدة حقيقة؛ وهى تقدم الإدارة بمشروع لفرض "ضريبة تلوث" ثقيلة على المؤسسات المالية التى تقوم بعمليات المخاطرة، لم تظهر فى مشروع قانون الإصلاح لــ دود – فرانك واختفى بعيدًا عن الأنظار.

وبعد أن حدث كل هذا فإن إلزام المؤسسات المالية بالاحتفاظ برأس مال أكبر، وتحويل تداول المشتقات إلى البورصات، وإقامة وكالة جديدة لحماية المستهلكين من المقرضين المتوحشين كان أقل ما يمكن عمله. وحتى فى تلك النواحى، فإن قانون دود – فرانك احتوى على عدد من نقاط الاسترضاء لجماعات الضغط المالى. وما زالت البنوك الكبرى فى الولايات المتحدة لم تواجه سقوفًا قاسية على الرافعة، وكذلك منافسوها الدوليون مثل باركليز، ودويتش، واتحاد البنوك السويسرية (*UBS*). وهناك مبالغ كبيرة ولكنها غير محددة من تداولات المشتقات معفاة من التنظيمات الجديدة، كما أن إصدار وتداول مبادلات التعثر الائتمانى غير المغطاة – وهى رهانات بأن شركة معينة أو بلدًا معينًا سيصيبها أو يصيبُه الإفلاس – ستظل قانونية تمامًا. والمكتب الجديد لحماية المستهلك بدلاً من أن يعمل كهيئة مستقلة ***A stand alone body*** بنفس طريقة إدارة الأغذية والأدوية ***FDA*** ووكالة حماية البيئة، مقرها داخل الاحتياطى الفيدرالى، وهى المؤسسة التى فشلت فشلاً ذريعًا فى الإشراف على سوق الرهون. (وهو ما يؤيد المثل القديم أنه لا شىء ينجح مثل الفشل. ولذلك أعطى الاحتياطى الفيدرالى أيضًا سلطة جديدة ليعمل كــ"منظم تنظيمى للمخــاطر ***systemic risk regulator***" للإشـــراف على نواحى نشاط البنوك الكبرى).

وفى أثناء المناقشات التى جرت فى كابيتول هيل، فإن من الحقيقى، أن بعض الخطوات قد اتبعت لتشديد قانون الإصلاح، وخاصة إدخال ما يسمى قاعدة

فولكر ***Volker Rule***، التى تمنع من الاتجار فى حقوق الملكية وتضع حدودا على مبالغ الأموال التى يمكنهم استثمارها فى صناديق التحوط، وصناديق حقوق الملكية الخاصة. وعندما يتم إنفاذ هذا الأمر التوجيهى، فقد يؤدى إلى دفع جولدمان ومورجان ستانلى للتخلى عن رخص عمليات البنوك التجارية التى حصلوا عليها فى عام ٢٠٠٨، والعودة إلى عمليات بنوك الاستثمار. وسيكون على بنك أوف أمريكا، وسيتى، وجى بى مورجان، وويلز التى استثمرت بقدر أكبر فى الإقراض التجـــارى، أن تخفض من مكاتبها التى تعمل فى تداول الملكيات (قام بنك سيتى فعلاً بذلك).

إلا أن الفكرة الجديرة بالثناء لرئيس مجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى بول فولكر، والتى تبناها البيت الأبيض فى بداية عام ٢٠١٠، والتى تقضى بأن المؤسسات التى لا تقبل الإيداعات ***non-depository institutions*** لا ينبغى أن يسمح لها بمكان فى ظل شبكة الأمان الحكومية، وعلى الأقل، قانونًا – لن يمكنهم فعل ذلك. وحكومة الولايات المتحدة لديها الآن السلطة القانونية، فى أثناء الأزمة، للسيطرة عليها وإغلاقها (وفى حالتى بنك بير ستيرنز وليمان براذرز، كانت هذه السلطة مفقودة) وعلى أية حال، فإن تمكين وزارة الخزانة والشركة الفيدرالية لتأمين الودائع من فصل كبار المصرفيين، ومحو حملة الأسهم، وفرض خسائر على الدائنين، هذا شىء. أما الشىء الآخر فهو ممارسة السلطات لهذه الصلاحيات. وإذا كان جولدمان، مثلاً، يُقدّر له أن يقع فى اضطراب خطير بعد فترة قصيرة من توقف رخصة قيامه بالأعمال المصرفية، فإن من الصعب الاعتقاد بأن الخزانة والاحتياطى الفيدرالى سيقومان بإغلاق، وترك باقى قطع الدومينو تتدحرج إلى حيثما يكون. ومع هبوط الأسواق، ومع مواجهة الدائنين والمودعين وغيرهم من الأطراف الأخرى للتدافع والتهافت على تصفية مراكزهم، فإن السلطات ستقع تحت ضغط هائل لدعم ومساندة المنشأة، أو إيجاد منافس أكثر صحة ليتحمل الأعباء ويستحوذ عليها. وعندئذ سنكون قد عدنا إلى سبتمبر ٢٠٠٨.

وعلى الرغم من أفضل نوايا فولكر وآخرين، فإن البنوك الستة الكبرى وعددًا لا يمكن تحديده من المنشآت المالية الأخرى ما زالت من المؤكد أكبر من أن تفشل. وعمليات دافع الضرائب لإنقاذ المؤسسات المهمة بانتظام لا يمكن إسباغ الصفة الشرعية عليها وحدها، إذ أن الموضوع الحقيقى هو ما الذى يمكن عمله لتخفيض احتمالات وقوع ذلك. وبعيدًا عن تنظيم الخطوط الفردية لمنشأة الأعمال التى تتضمن مخاطر كبيرة، فإن المشروع المخادع فى أفضل الأوقات، والخيارات تخفض بدرجة كبيرة الرافعة التى يمكن للبنوك أن تأخذها أو أن تتخلى عنها، ومن ثم فإن فشل أى واحد منها لن يفرض مخاطرة للنظام لا يمكن التغلب عليها. وأى من هاتين الفكرتين لا يمكن أن يكون ثوريًا بالضبط. ومن الناحية العملية، يوافق كل شخص على أن الرافعة المفرطة للبنوك، كانت تلعب دورًا رئيسيًا فى الأزمة، وأن فكرة تقسيم البنوك الأضخم لم تكسب فقط دعم الاقتصاديين التقدميين ولكن كسبت أيضًا تأييد حزب المحافظين البريطانى، الذى كوّن تحالفًا حكوميًا فى مايو ٢٠١٠ من ميرفين كينج ***Mervyn King***، محافظ بنك إنجلترا، بل وأيضًا ألان جرينسبان الرئيس السابق لمجلس إدارة الاحتياطى الفيدرالى، الذى قال فى أكتوبر ٢٠٠٩ "إذا كانت البنوك أكبر من أن تسقط، فإنها حقًا تكون كبيرة جدًا". ومضى بعد ذلك قائلاً "لقد قمنا فى عام ١٩٩١، بتقسيم شركة ستاندارد أويل. فما الذى حدث بعـــد ذلك؟ أصبحت الأجزاء المنفردة أكبر قيمة من الكل وربما كان هذا ما نحتاج إليه".

ولكن بعيدًا عن الإصرار على البنوك الصغرى والتخفيضات الكبيرة فى الرافعة والبنوك الصغرى، فإن إدارة أوباما تغاضت ضد الإجراءات التى تهدف إلى إيجادها. وقد اقترحت كلاً من السيناتور سوزان كولينز ***Susain Collins*** من ولاية مين، والسيناتور بلانش لينكولن ***Blansche Lincoln*** من ولاية أركنساس إدخال تعديلات تجبر أكبر البنوك على الاحتفاظ برأس مال أكبر – ورأس مال

حقيقى، وليس مزيجًا من السندات التى تشبه الدين التابع ***subordinated debt***. وبعد أن وافق مجلس الشيوخ على تعديلات كولينز ولنيكولن، قام البيت الأبيض والخزانة بدفع الكونجرس إلى إسقاطها من التشريع النهائى. وفى حركة لتقسيم أكبر البنوك مثل ويلز فارجو، وبنك أوف أمريكا، اللذين كان يرعاهما السيناتور تيد كاوفمان من ديلاوير، والسيناتور شيرود براون من أوهايو لم يذهب الأمر إلى ذلك الحد. واتفقت القيادة الديمقراطية فى مجلس الشيوخ مع الجمهوريين لقتل التعديل، الذى تم التصويت عليه وإسقاطه بأغلبية ٦٥١-٣٣ "ولو كنا قد أيدناه، فإنه ربما كان قد مر" هكذا قال أحد كبار موظفى الخزانة لمجلة نيويورك ماجازين "ولكننا لم نفعل، ولذلك لم يمر".

إن لولب الشؤم لا يمكن ذهابه بمجرد التمنى، كما أنه على الرغم من أفضل الجهود التى يبذلها بعض أنصار شيكاغو الأقوياء، لا يمكن أن تزول نواحى فشل الاقتصاد اليوطوبى. وحوالى نهاية عام ٢٠٠٩، كنت أعد تقريرًا عن قصَّة لمجلة ذى نيو يوركر ***The New Yorker*** عن رد فعل مدرسة شيكاغو للأزمة الاقتصادية، رفض روبرت لوكاس ***Robert Lucas*** أن يجرى مقابلة معى، وهو نصير فرضية التوقعات الرشيدة "إن بوب يبدو كلاجئ من فيردون ***Verdon***" هكذا قال أحد زملائه، وهو يوجين فاما ***Eugene Fama*** نصير فرضية الأسواق ذات الكفاءة وقال لى إن نظريته المحببة إليه كانت ذات تأثير جيد فى فترة الأزمة. وكان ذلك مناقضًا للقصة المعتادة بأن الأسواق المالية قد خرجت عن السيطرة آخذة معها باقى الاقتصاد إلى الهبوط. ويحتج فاما بأن الأسواق كانت ضحايا الركود أكثر من كونها المحرِّض عليه. وقال إن التباطؤ الاقتصادى قد سبق انهيار سوق الرهون فى الولايات المتحدة. ومع تباطؤ نمو فرص العمل والدخول، لم يتمكن بعض أصحاب المساكن من سداد الأقساط الشهرية المستحقة عليهم، وخاصة مقترضى الديون متدنية التصنيف ***sub-prime***. وعملت أسواق الائتمان كما تعمل آلية الخصم

الرشيدة، فأعادت تسعير سندات الرهون متدنية التصنيف عند مستويات أدنى – وعانت البنوك التى كانت قد استثمرت استثمارًا مكثفًا فيها من خسائر فادحة؛ أدت بها إلى التعجيل فى تخفيض إقراضها. "ونتيجة لذلك، فقد كان لدينا أزمة ائتمان" هكذا قال فاما. "ولكنها لم تكن حقيقة أزمة ائتمان، ولكنها كانت أزمة اقتصادية". ولكن إذا لم يكن انفجار الديون متدنية التصنيف قد تسبب فى الركود، فماذا الذى فعل ذلك؟ "هذا هو المكان الذى يتحطم عنده الاقتصاد دائمًا" هكذا قال فاما مع ضحكة خافتة "إننا لا نعرف ما الذى يسبب الركود. والآن، أنا لست من الاقتصاديين المتخصصين فى الاقتصاد الكلى، ولا أشعر بأى شعور سيئ نتيجة لذلك".

إن العبقرية والأفكار غالبًا ما يصاحبان بعضهما بعضًا. وعند ظهوره فى الاجتماع السنوى للجمعية الاقتصادية الأمريكية قام بن برنانكى بالدفاع عن رفض الاحتياطى الفيدرالى لزيادة أسعار الفائدة فى أثناء فترة الازدهار فى المساكن، قائلاً إن الابتكار المالى والإشراف المرن وليس رخص الأموال كان هو المسئول عن خلق الفقاعة. وبدا هذا بطريقة تثير الشك وكأنه تبرير بحجة ألان جرينسبان بأن صناع السياسات ينبغى أن يتركوا الأسواق المالية لآلياتها ووسائلها الذاتية (فيما عدا، بالطبع، بعد الانهيار عندما ينبغى على صناع السياسات أن يخفضوا أسعار الفائدة) وعلى أى حال فقد أضاف برنانكى أنه يجب على صناع السياسات أن يظلوا منفتحين لرفع أسعار الفائدة كى يسبقوا الفقاعات المقبلة – وهذا مخالف بوضوح تمامًا لرأى جرينسبان وغيره من الإشارات التى تقول بأن النواحى العملية قد حلت محل التفكير الراغب – الذى تحكمه الأمانى – باعتباره الأيديولوجية الحاكمة فى فوجى بوطوم "*Foggy Bottom*"(*).

(*) فوجى بوطوم = أحد أقسام مدينة واشنطون العاصمة ويقع قرب نهر بوتوماك ***Potomacc*** (المترجم).

وفى صندوق النقد الدولى، وهو قلعة للاقتصاد الأرثوذكسى، كانت الأمور تتغير أيضًا. وفى إحدى الأوراق البحثية بعنوان "إعادة التفكير فى سياسة الاقتصاد الكلى". توصل أوليفيير بلانيشارد *Oliveier Blanchard* – الاقتصادى الرئيسى بالصندوق، مع اثنين من زملائه – إلى أن صناع السياسات قد وضعوا أكبر قدر من التركيز على انخفاض التضخم، ولم يركزوا بالقدر الكافى على الاستقرار المالى، محتجين بأن الأخير ينبغى أن يكون أحد الأهداف الصريحة للسياسة. وفضلاً عن هذا، فإن البنوك المركزية ينبغى أن تأخذ فى اعتبارها رفع أهداف التضخم لديها من ٢% إلى ٤% مثلاً، حتى يمكنها أن تجد مكانًا لتخفيض أسعار الفائدة فى المستقبل. ومع استمرار الشكوك حول التعافى الاقتصادى العالمى، فإن صندوق النقد الدولى أيضًا ابتعد عن إصراره التقليدى على توازن الموازنات. وفى أوائل عام ٢٠١٠ جادل مديره العام دومنيك اشتراوس كان *Dominique Strauss Kahn* بأنه بالنسبة للوقت الحالى ينبغى على الحكومات أن تحافظ على برنامج الحــث الكينـــزى *Keynssian Stimulus Programs* بدلاً من محاولة الإنفاق وزيادة الضرائب.

وحتى فى العالم الأكاديمى، كما جاء فى مزحة بــول صـــامـــويلسون *Paul Samuelson* الشهيرة أن التقدم عادة ما يحدث جنازة بعد أخرى. وإن كان فى ذلك انفجار مختصر لتحليل النفس. وفى نفس اجتماع الاقتصاديين حيث تحدث برنانكى، تناولت مجموعة من العلماء البارزين بحث السؤال: كيف ينبغى أن تؤدى الأزمة المالية إلى تغيير كيفية تدريسنا لعلم الاقتصاد؟. وقد بدأ بنجامين فريدمان *Benjamin Friedman* من هارفارد بتناول الموضوع مع زميله جريج مانكيو *Greg Mankiw* من خلال وجهة نظره؛ بأن الاقتصاديين ينبغى أن يستمروا على تأكيد الأرثوذكسية السابقة على الأزمة، مع ملاحظة "أن كثيرين فى مهنتنا يبدو أنهم يحبون أن يكتبوا وأن يُعلِّموا، ليس عن العالم الذى نعيش فيه، ولكن عن العالم

الذى يحبون هم أن نكون قد عشنا فيه" وفى أثناء زيارتى لشيكاغو اعترف لى جارى بيكر ***Gary Becker***، وهو أبرز الأعضاء الأحياء من مدرسة شيكاغو، بأن الأسواق المالية ليست كاملة الكفاءة وأن بعض الأفكار المصاحبة لشيكاغو، وخاصة فرضية التوقعات الرشيدة. لم تُصب نجاحًا. وقد قام القاضى ريتشارد بوزنر ***Richard Posner***، وهو من القانونيين المحافظين، بشرح السبب الذى من أجله تحول أخيرًا إلى الفكر الكينزى، قائلاً إن المذاهب الكلية الحديثة لم تتمكن من تفسير الأزمة المالية أو ما هو المطلوب عمله بشأنها. "وأنا أظن أن التحدى هو تحدٍ لمهنة الاقتصاد بأسرها، ولكن لشيكاغو أكثر من الجميع" هكذا قال بوزنر. بل إن إيوجين فاما اعترف بأن النظام المصرفى كان محتاجًا إلى إشراف أشد لمنع الانفجارات وعمليات الإنقاذ فى المستقبل.

والاقتصاد اليوطوبى يقف الآن موقف الدفاع، تمامًا كما كان فى الثلاثينيات من القرن الماضى، ولكن الوقت ما زال مبكرًا جدًا للترحيب بالاقتصاد القائم على الواقع، والسبب الوحيد، هو أن البيئة السياسية مختلفة جدًا عن البيئة التى كان يعمل فيها روزفلت وكينز. وفى أثناء الكساد العظيم، كان كثير من المتعطلين يعانون الجوع، وكان هناك يأس حقيقى: وكان من المقبول على نطاق واسع أن عقيدة السوق الحر قد فشلت وأن السلطات ينبغى أن تتدخل لإصلاح الأمور. وعلى الرغم من نطاقه العالمى فإن الركود العظيم لا يُمكن مقارنته بالكساد العظيم، وما زال كثير من الأشخاص العاديين يشككون فى جدوى تدخل الحكومة لإصلاح نواحى فشل السوق. "وأظن أنك لن تشاهد زيادة ضخمة فى دور الحكومة فى الاقتصاد. وتزداد ثقتى فى ذلك يومًا بعد يوم". هكذا قال جارى بيكر. "إن الاقتصاديين سيناضلون لفهم الكيفية التى حدثت بها هذه الأزمة وما الذى يمكن عمله للتغلب على أزمات أخرى فى المستقبل، ولكنها لن تكون مثل الثورة فى دور الحكومة وفى التفكير الذى سيطر على مهنة الاقتصاد لعدة عقود بعد الكساد العظيم".

وكما لو كان الأمر إعدادًا لتأييد نقطة بيكر ***Becker***، شهد صيف عام ٢٠١٠ رد فعل قوى ضد رأى كينز بشأن الإنفاق بالعجز. وعلى كلا جانبى الأطلنطى كانت هناك نداءات بإيقاف البرامج الحافزة ***Stimulus programs***، وفى ألمانيا وبريطانيا، تحركت حكومة يمين الوسط برئاسة أنجيلا ميركل والحكومة المنتخبة حديثًا برئاسة دافيد كاميرون لتخفيض الإنفاق وزيادة الضرائب، وكان ذلك جزئيًا رد فعل لأزمة الديون اليونانية، وكان تحول هذه السياسة أيضًا انعكاسًا لإنعاش "وجهة نظر الخزانة فى أواخر العشرينيات وأوائل الثلاثينيات من القرن الماضى، التى شهدت التهديد الرئيسى للتعافى الاقتصادى ليس باعتباره نقصًا فى الطلب الشامل ولكن باعتباره ندرة الثقة فى المالية العامة من جانب رجال الأعمال والمستثمرين. ومع انتصار "النظرية العامة"، أصبحت هذه الحجة تبدو محدودة تاريخيا، ولكن ها هى مرة أخرى، ويكاد ألا يكون قد لحقها أى تعديل على الإطلاق، على شفاه الاقتصاديين ذوى العقول المحافظة، والمعلقين وصناع السياسات. "إن ألمانيا لم توافق على الإطلاق على حزمة تقشف إلى هذا الحد، ولكن هذه التخفيضات يجب أن تكون بحيث تتمكن الدولة من إقامة مستقبل اقتصادى مستقر". هذا هو ما قالته المستشارة ميركل فى إعلانها عن التخفيضات فى الموازنة الألمانية.

وللتأكيد، فإن عجز الموازنة كان يساوى ١٠% من الناتج المحلى الإجمالى أو أكثر، والتى كانت بعض الدول مثل الولايات المتحدة وبريطانيا تعانى منها، لم يمكن أن تتواصل إلى ما لا نهاية (كان عجز ألمانيا أصغر كثيرًا؛ إذ كان أصغر من ٥% من الناتج المحلى الإجمالى) ولكن أفضل طريقة لتخفيض العجز هى إعادة الاقتصاد إلى حالة الانتعاش مرة أخرى، وهو ما يؤدى إلى ارتفاع إيرادات الضرائب وانخفاض الإنفاق على المزايا التى تمنح للبطالة. والتحول إلى التخفيض فى أثناء المراحل المبكرة للتعافى يكون فيه أثر الخطأ بأن إدارة روزفلت الثانية

التى أنشئت فى ١٩٣٦-١٩٣٧، عندما تم التنازل أمام أرثوذكسية وول ستريت، قامت بتخفيض الإنفاق وزيادة الضرائب لتحقق توازن الموازنة، فقط لترى أن اقتصاد الولايات المتحدة يغرق مرة أخرى فى الركود. ولحسن الحظ فإن الاقتصاديين الذين يقدمون النصح للرئيس أوباما ليس لديهم أى نية لتكرار هذا الخطأ فى السياسة. وفى إحدى مقالات فاينانشيال تايمز، أشار لورانس سامرز ***Lawrence Summers***، رئيس المجلس الاقتصادى القومى، إلى "أن إعادة إحياء النمو وتخفيض العجز يعتبر من الأمور التكميلية وليس من الأغراض المنافسة، وتخفيض شبح نواحى العجز المتوقعة سيعزز النمو فى الأجل القريب" كما كتب سامرز "كما أن تأكيد النمو الكافى فى الأجل القريب سيعمل على تخفيض نواحى العجز فى الأجل الطويل". وقد اقترحت إدارة الولايات المتحدة فى سبتمبر ٢٠١٠ دورة جديدة من تخفيض الضرائب والإنفاق على البنية الأساسية.

وبدون برنامج الحفز ***stimulus program*** الأصلى بمبلغ ٧٨٧ مليار دولار، فإن الماليات العامة والاقتصاد بأسره كان من المؤكد أن يكون أكثر ضعفًا. وحث الجمهور على أن يأخذ فى الحسبان ما قد يجرى على عكس الواقع، أمر ليس سهلاً، على أى حال، وقد أظهرت استطلاعات الرأى أن معظم الأمريكيين يتفقون مع المحافظين من الاقتصاديين الذى قالوا إن برنامج الحفز قد فشل. وكانت الحجج الاقتصادية التى قدمت ضد الحفز مثل الادعاء بالزيادات فى الإنفاق الحكومى تولد معدلات للهبوط فى الإنفاق الخاص، كان إلى حد كبير خادعًا، ولكن هذه الحجج قد انحرفت بمشاعر الأمريكيين العاديين من ناحية أن كثيرًا من أموال الضرائب، إن لم يكن معظمها، يجرى تبديده.

وفى الولايات المتحدة، على الأقل، فإن الجهود لتصحيح نواحى فشل السوق غالبا ما تجرى فى ناحية الشك المخفض عن مدى كفاءة الإجراءات الحكومية.

وهناك تحد آخر يواجه الاقتصادات القائمة على أساس الواقع، بشكل أكثر عمومية، وهو أنه على النقيض من الاقتصاد الطوباوى، ليس أيديولوجية كاملة التكوين (بن فريدمان مرة أخرى: "إن بضع أفكار قليلة تقدم جاذبية أكثر من نموذج بسيط ولطيف وخطأ") وبدلاً من توفير طريقة واحدة شاملة للتفكير بشأن العالم، فإن الاقتصاد القائم على أساس الواقع يقدم أشياء معقّدة، ولا يمكن لنظرية واحدة أن تفسر كل شيء. إن الأسواق التنافسية تعمل بشكل جيد أحيانًا، وفى بعض الحالات الأخرى ترسل إشارات خطأ عن الأسعار. ويمكن لخطط الحوافز المالية أن تظهر نواحى العمل الشاق والابتكار، كما يمكنها أيضًا تشجيع السلوك قصير النظر المدمر. ويمكن التنبؤ ببعض الأحداث الاقتصادية بدقة عالية، بينما يوجد بعضها الآخر الذى يستحيل التنبؤ به. ومن المعتاد، أن يكون اختلاف النتائج ممكنًا، ويعتمد اختيار أى الحلول على كافة أنواع الأشياء بما فى ذلك السلوك الماضى للنظام وتوقعات المشاركين (المتحيزة) بشأن المستقبل. (وهذه هى مشكلة "التوازنات المتعددة").

وبلغة نظرية الفوضى، فإن الاقتصاد نظام معقد قابل للتكيف، ومن الطبيعى مع الاعتراف بتعقد الاقتصاد وحده أن يأخذك ذلك بعيدًا، وكاقتصاديين فإننا نريد أن نعرف كيف يمكن حل الفوضى. ولحسن الحظ فإن الاقتصاد القائم على أساس الواقع يقدم لنا بعض الأفكار التحليلية ذات القوة التفسيرية العظيمة، مثل الخارجيات السلبية ***negative externalities*** (بيجو ***Pigou***) واللا منطقية الرشيدة (كينز) وقصر النظر المدمر (مينسكى) والموجه الممثل ***representative heuristic*** (كاهنمان وتفيرسكى ***Kahenman and Tversky***). والتحدى اليوم هو تطوير تلك الأفكار، وتزويدها بأفكار جديدة، وتطبيقها على مشاكل سياسات خاصة. وكما أرجو أن أكون قد أوضحت، أن بعض التقدم قد حدث فعلاً فى هذا الاتجاه، وبينما تكون جالسًا تقرأ هذا الكتاب، فإن الاقتصاديين غير السعداء بالأرثوذكسية الحاكمة سيكونون مشغولين بتطبيق نظرية اللعبة، ونماذج الوكلاء الرئيسيين، ورياضيات الفوضى، والأساليب الإحصائية الجديدة؛ لتعيق آراء كينز وبيجو ومينسكى.

وبعض هذه البحوث تجرى الآن فى نطاق إدارات الاقتصاد الراسخة. ويقوم المحسنون ومانحو الهبات غير السعداء بحالة الاقتصاد أيضًا بدعم بعض البحوث. كما أن بول وولى ***Paul Woolley***، وهو مدير صندوق إنجليزى سابق يقوم الآن بالتدريس فى مدرسة لندن للاقتصاد ***London School of Economics***، قد قدم منحة فى شكل مركز لدراسة الاختلال الوظيفى لسوق رأس المال، والذى ينتج حاليًا أعمالاً نظرية على مستوى عال يتحدى فرضية كفاءة الأسواق. كما وهب جورج سوروز ***George Soros*** معهدًا للفكر الاقتصادى الجديد، عقد فى أبريل ٢٠١٠ مؤتمره الافتتاحى فى كينجز كوليدج ***King's College*** فى كامبريدج، الموطن الأصلى لكينز. وكان أحد الضيوف المتحدثين لورد أدير تيرنر ***Adair Turner*** الاقتصادى ورجل الأعمال الذى يرأس هيئة الخدمات المالية ***Financial Services Authority*** التى تشرف على النظام المالى البريطانى. وفى إحدى المحادثات واسعة النطاق بعنوان "علم الاقتصاد والحكمة التقليدية والسياسية العامة"، قام تيرنر باستكشاف كثير من الموضوعات نفسها التى أثارها هذا الكتاب، قائلاً "الاقتراح هو أننا نحتاج إلى تحدٍ أساسى للحكمة التقليدية الجديدة. وأنا أؤيد هذا الاقتراح بشدة".

إن الحقيقة التى تقول إن شخصًا يؤمن بآراء تيرنر يمكن تعيينه كمنظم رئيسى فيما هو، بكثير من المعايير، أكبر سوق مالى فى العالم يبين أن التقدم ممكن. بل والمناسب كما أظن هو أن أنهى كتابى بشىء آخر قاله تيرنر فى كامبريدج. وبعد إثارة السؤال عما إذا كان الاقتصاديون ينبغى أن يتبعوا نماذج من نوع اللا منطقية الرشيدة مع عوامل رشيدة، أو نماذج سلوكية تضم معًا السلوك العاطفى والغريزى، وقال تيرنر إن الإجابة هو أننا بحاجة إلى اتباع كلا هذين النهجين وغيرهما أيضًا: "إننا بحاجة إلى الإدراك"، كما فعل آدم سميث فى كتابه نظرية المشاعر الأخلاقية، بأن البشر يتكونون من جزأين: جزء رشيد، وجزء غريزى. ونحتاج إلى قبول أن الاقتصادى يجب، كما قال كينز، أن يكون "رياضيا،

ومؤرخًا، ورجل دولة، وفيلسوفًا بدرجة ما". ونحتاج إلى فهم، كما ذكر ميرفين كينج ***Mervyn king*** وآخرون فى ورقة بحثية حديثة، أنه بسبب أن المعتقدات والسلوكيات تتعدل بمرور الزمن استجابة للتغيرات فى الاقتصاد والبيئة الاجتماعية، حتى أن من المحتمل وجود بضعة معايير أصلية "عميقة" (ولذا فإنها مستقرة) أو علاقات فى "الاقتصاد" متمايزة عما هو موجود فى العلوم الطبيعية، حيث تكون قوانين الجاذبية تمثل تقريبًا جيدًا للواقع يومًا ما أو ما بعده. وهو، كما أخشى سيؤدى إلى أن يصبح عمل وتوصيل الفكر الاقتصادى الجديد صعبًا نسبيًا. ونظرا لأن إحدى الرسائل الرئيسية التى نحتاج إلى توضيحها هى أنه بينما يمكن للاقتصاد الجيد أن يساعد فى تناول مشاكل محددة وأن يتجنب مخاطر محددة، ويمكن أن يساعدنا فى التفكير من خلال الإجابات الملائمة على المشاكل المتغيرة باستمرار، على أن الاقتصاد الجيد لن يقوم مطلقًا بتقديم الإجابات المؤكدة والبسيطة والكاملة ظاهريًا والتى تبدو بها الحكمة التقليدية السابقة على الأزمة. ولكن الرسالة قيّمة فى حد ذاتها، لأنها ستحاذر ضد الخطر الذى سيقوم فى المستقبل، كما فى الماضى القريب، سنطرحها إلى جانب دواعى القلق المعقولة بشأن المخاطر البازغة مع تأكيدات بأن النظرية تثبت أن كل شيء على ما يرام.

وفى الاقتصاد، كما فى غيره من نواحى الجهد الإنسانى، نادرًا ما يكون كل شيء على ما يرام. والفكر الذى ينادى بأن ذلك قد يحدث – قصر النظر المدمر – غالبًا ما يؤدى إلى توليد أنماط من السلوك التى تضمن أن ذلك لن يحدث. مثل الجمال وتحديات الاقتصاد.

عرفـــان وتقديــــــر

هذا الكتاب، تم التفكير فيه عام ٢٠٠٧، وأعيد التفكير فيه عام ٢٠٠٨، وربما يمتد إلى أبعد من ذلك، ولقد كتبت وما زلت عن الشئون المالية منذ عام ١٩٨٦، إلى جانب التفكير بشأن الاقتصاد منذ عام ١٩٨٤ عندما قام اثنان من زملائى فى أثناء مقابلة الالتحاق بالدراسة، هما نيك كرافتس *Nick Crafts* ودافيد سوسكيس *David Soskice*، بتقديمى إلى معضلة السجين *prisoner's dilemma*. وفى ذلك الوقت، لم أفهم هذه المشكلة، ولكنهما تركانى معها على أى حال، وتعلقت بالاقتصاد منذ ذلك الوقت ولذا أقدم لهما شكرى.

وفى دار النشر فرَّار، شتراوس وجيرو *Farrar, Straus and Giroux* أودّ أن أشكر إريك تشينسكى *Eric Chinski* لحيازة الكتاب وتأييده على طول مساره وتقديـــم إرشـــادات تحـــرير ذات قيمـــة تفوق التقدير. وفى مجلة نيو يوركر *New Yorker* أوجه شكرى إلى دافيد ريمنيك *David Remnick* لإعطائى الوقت كى أكتب، وإلى بام مكارثى *Pam McCarthy* لتنظيم التفاصيل. وعلى مدار السنين كانت مجموعة المحررين التى تعمل فيه وتضم: إميلى إيكين، وكريسيدا ليشون، وجون بنيت، وهنرى فايندر، ودوروثى ويكيندين تعطينى أقصى قدر من المساعدة. وفى مجلة بورتفوليو *Portfolio* للراحل كوندى ناست *Conde Nast*، شجعتنى كل من جوان ليبمان *Joanne Lipman* وكايل بوب *Kyle Pope* على التفكير والكتابة عن موضوعات كثيرة فى الكتاب. كما أن سكوت مويرز *Scott Moyers* وكيلى فى وكالة وايلى *Wylie Agency* قد قدَّم نصيحة تتسم بالحكمة والتشجيع طوال فترة إنتاج الكتاب.

وكتاب واسع النطاق مثل هذا الكتاب لابد أن يكون من عمل التركيب. وكثير من التفكير والتحليل هو من صنعى، ولكن التفاصيل من كل مكان. وقد اعتمــدت اعتمادًا مكثفًا علـــى تقاريـــرى الخاصـــة لمجلـــة ذى نيـــو يوركر *The New Yorker* بصفة رئيسية، وأيضًا على غيرها من القصص المنشورة. وحيثما أمكن حاولت الإشارة إلى مصدر النظريات، والأرقام والاقتباسات. وقامت جنيفياف بمراجعة الحقائق، وجمع الملاحظات، وتصحيح حساباتى. وبدون كل هذا العمل الشاق الذى قامت به، تحت الضغط الشديد للوقت، لم أكن لأكمل هذا الكتاب.

والشكر، أخيرًا، إلى أسرتى التى تحملت تقلباتى ونزواتى واختفائى المتكرر فى غرفة مكتبى فى خلال السنة الماضية. ولذا فإننى أهدى الكتاب إليهم اعترافًا بفضلهم.

المؤلف فى سطور

جون كاسيدى ***John Cassidy***

ولد عام ١٩٦٣، وهو يعمل حاليًا بالصحافة والتأليف كما أنه عضو هيئة الكتّاب لمجلة ذى نيو يوركر ***The New Yorker*** ومن المساهمين فى مجموعة نيويورك لاستعراض الكتب ونقدها، وكان قبل ذلك محررًا فى جريدة صنداى تايمز فى لندن، ونائبًا لرئيس التحرير فى جريدة نيويورك بوست.

وقــد ألف كتاب *Dot – Com*: أعظم قصة تم بيعها، تتناول فحص فقاعة دوت – كوم. ومؤلف كتاب كيف تفشل الأسواق: منطق المصائب الاقتصادية الذى يجمع بين تاريخ يحيط به الشك للاقتصاد، وتحليل لفقاعة الإسكان وأزمة الائتمان.

المترجم فى سطور

سمير كريّم

كان يعمل وكيلاً أول لوزارة الاقتصاد والتعاون الدولى فى خلال فترة النصف الثانى من عقد السبعينيات وأوائل الثمانينيات من القرن العشرين، قبل أن ينتخب مديرًا تنفيذيًا وعضوًا بمجلس إدارة بنك التنمية الأفريقى ممثلاً لمصر وجيبوتى، حيث عمل لمدة اثنى عشر عامًا.

وفى أثناء رحلة العمل الرسمية الطويلة بوزارة الاقتصاد حمل عبء المفاوضات مع أغلب دول شرق أوروبا، ثم مع مؤسسات التمويل الدولية المختلفة مثل البنك الدولى وبنك التنمية الأفريقى وصناديق التنمية العربية وصندوق الأوبك، مما أكسبه خبرة تفاوضية واسعة كان لها أكبر الأثر فى عمله بعد ذلك.

هذا إلى جانب قيامه بالتدريس فى الجامعة الأمريكية بالقاهرة التى حصل منها على الماجستير فى إدارة الأعمال، فضلاً عن دراسته العليا بالخارج بعد أن حصل على شهادته الجامعية الأولى من كلية التجارة جامعة القاهرة عام ١٩٥٢.

وقد قام بترجمة عدد كبير من التقارير والمؤلفات الاقتصادية كان من أهمها "الاقتصاد الدولى الحديث" من تأليف جان هوجيندرون، وويلسون براون، وكان منها كتاب "ترويض النمور" من تأليف روبرت جران عن الأزمة المالية فى جنوب شرق آسيا فى عام ١٩٩٧. كما قام بترجمة كتاب التثبيت والتكيف "قصة الإصلاح الاقتصادى فى مصر" من تأليف د. جودة عبدالخالق وإصدار المجلس الأعلى للثقافة. وكان آخرها كتاب "نصف العالم الآسيوى الجديد" تأليف كيشور محبوبانى وإصدار المركز القومى للترجمة.

التصحيح اللغوى : **رفيـــق الـزهـــــار**
الإشراف الفنى : **حســن كـــامــــــل**